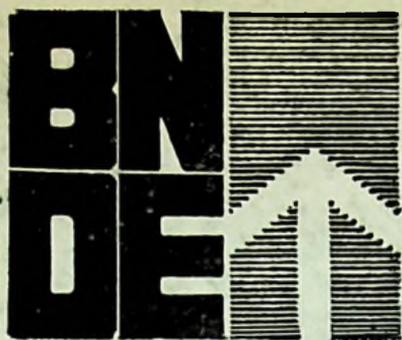


F-323

CIRCULAÇÃO RESTRITA

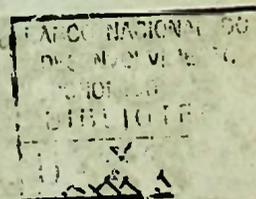


BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
1º CURSO DE APERFEIÇOAMENTO PARA TÉCNICOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE DESENVOLVIMENTO

- ELEMENTOS DE FINANÇAS DAS EMPRESAS -

Pearson Hunt,
Charles M. Williams e
Gordon Donaldson
da Harvard Business School

Tradução de Octavio A. Ferreira



EDIÇÃO REVISTA
1961

Janeiro, 1968

063703-01-7

ELEMENTOS DE FINANÇAS DAS EMPRESAS
F-0323

063703017
BNDES
AP/COPEL

CIRC



BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
1º CURSO DE APERFEIÇOAMENTO PARA TÉCNICOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS DE DESENVOLVIMENTO

- ELEMENTOS DE FINANÇAS DAS EMPRESAS -

Pearson Hunt,
Charles M. Williams e
Gordon Donaldson
da Harvard Business School

Tradução de Octavio A. Ferreira

A P R E S E N T A Ç Ã O

Destina-se o presente texto a proporcionar elementos teóricos básicos para acompanhamento das exposições sobre análise econômico-financeira a serem ministradas aos economistas e contadores participantes do 1º Curso de Aperfeiçoamento para Técnicos de Instituições Financeiras de Desenvolvimento.

Poderá ser utilizado, também, como complemento ao Manual de Operações, na parte relativa à análise e projeções financeiras de projetos, bem como na de controle das operações das empresas, e ainda como instrumento teórico auxiliar para exame de situações expostas no texto de Casos Específicos.

A tradução dos capítulos 8 e 9 do livro Basic Business Finance, que constituem o presente texto, foi feita por iniciativa da Agência para o Desenvolvimento Internacional - AID, do Govêmo dos Estados Unidos da América, que, dados os propósitos do Curso de Aperfeiçoamento, autorizou a impressão limitada dos capítulos em questão.

A seleção dos mencionados capítulos, bem como a revisão da tradução dos termos técnicos e a edição do texto, são de responsabilidade do Dr. TARCISIO B. ARANTES.

Janeiro de 1968

O Editor

I N D I C E

	<u>Página</u>
CAPÍTULO 8 - A INTERPRETAÇÃO DE DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS	2
- Análise de Fontes e Usos de Fundos	6
- O Emprêgo de Quocientes na Análise Financeira	13
CAPÍTULO 9 - PREVISÃO DAS NECESSIDADES FUTURAS DE RECURSOS	36
- A Previsão do Fluxo de Caixa	40
- A Natureza Essencial do Método da Projeção do Balanço	49

CAPITULO 8A INTERPRETAÇÃO DE DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

Nos últimos capítulos vínhamos focalizando com primizia os usos de recursos à medida em que abordávamos a necessidade de fundos em estoque, contas a receber e ativos monetários, bem como em construções e equipamento. Neste capítulo interessa-nos a maneira como interpretar ou extrair o significado dos demonstrativos financeiros básicos. Para os inexperientes, o Balanço e a Conta de Lucros e Perdas representam um confuso aglomerado de cifras. Entretanto, os possuidores de prática na interpretação de seu significado podem fazer com que os demonstrativos financeiros narrem uma história reveladora acêrca de como ocorreram as necessidades de financiamento e de como foram as mesmas atendidas. Além disso, para o analista experiente, êsses demonstrativos fornecem a matéria-prima para julgar a situação financeira da empresa em questão.

Enquanto as fontes de recursos serão focalizadas somente na Parte IV, os capítulos concernentes à interpretação de demonstrativos financeiros e previsão de necessidades estão necessariamente ligados ao total das finanças da empresa - isto é, às fontes bem como aos usos de fundos. Julgamos conveniente, assim, fornecer, a êste estágio, uma visão geral das principais fontes de recursos para empresas. O Quadro 8-1 apresenta sob forma bastante resumida as principais fontes de financiamento por endividamento e por recursos próprios.

Consideremos agora as técnicas de interpretação ou análise dos demonstrativos financeiros básicos. Abordaremos aqui as técnicas ou instrumentos de análise geralmente considerados úteis, e ilustraremos sua utilização em demonstrativos financeiros normalmente à disposição de elementos estranhos à firma.

Em termos de negócios a expressão "análise financeira" é aplicada a quase todos os tipos de investigação detalhada de dados financeiros.

Quadro 8-1 - PRINCIPAIS FONTES DE RECURSOS PARA AS EMPRESAS

Classificação Geral das Fontes	Instrumentos ou Forma de Obtenção de Fundos	Principais Fornecedores de Fundos	Classificação por Extensão do Prazo
Espontâneas	<p>Crédito comercial normal Despesas apropriadas Imposto de renda apropriado Créditos especiais de fornecedores Empréstimos e adiantamentos de clientes Empréstimos bancários a curto prazo Empréstimos de companhias financeiras</p>	<p>Fornecedores da firma Credores diversos Governo federal Principais fornecedores Principais clientes Bancos comerciais Sociedades de Crédito e financiamento</p>	Curto Prazo
Negociadas	<p>Títulos comerciais (duplicatas) Empréstimos bancários a prazo Empréstimos a prazo - diretamente colocados junto a intermediários financeiros não bancários Instrumentos de débito a longo prazo (Títulos, Notas Promissórias e Debêntures)</p>	<p>Sociedades não financeiras, bancos e outras instituições financeiras Bancos comerciais Cias. de seguro, fundos de pensões, bcos. de investimento e desenvolv. Cias. de seguro, fundos de pensões, caixas econômicas e outros investidores institucionais (em menor escala) investidores individuais</p>	Médio Prazo
Operacionais	<p>Ações preferenciais Ações ordinárias Receitas de operações representadas p/ lucros não distribuídos; despesas imputáveis à receita (depreciação, etc.)</p>	<p>Invest. instituc., investidores individuais Invest. individuais, investid. institucionais Operações da empresa</p>	Longo Prazo

ros. A natureza específica da investigação ou análise financeira será moldada pelos seguintes fatores:

1. O objetivo e o ponto de vista do analista. Um credor comercial, ao considerar qual a medida a ser adotada em relação a uma conta há muito vencida, poderá focalizar sua investigação na situação financeira imediata da firma, e quais os fundos líquidos com que conta para atender a suas obrigações em fase de vencimento. Por outro lado, um analista de mercado de valores, ao considerar a compra de ações ordinárias, após verificar rapidamente se o balanço não apresenta causas para alarme, tenderá a concentrar seus esforços nos resultados da empresa — lucros —, a fim de obter indícios quanto à futura rentabilidade da firma.
2. O grau de interesse na empresa e a necessidade de aprofundamento da investigação. A uma companhia de seguros que esteja considerando a possibilidade da concessão de um empréstimo de vários milhões de cruzeiros novos a um cliente, justifica-se que devota uma parcela de tempo e esforço muito maior quando da análise da empresa postulante e de suas finanças, do que a parcela de tempo dispendida pelo departamento de crédito de uma firma manufatureira ao realizar um exame anual rotineiro dos dados referentes a um pequeno cliente que segue uma prática de pagamento satisfatória. Sabemos de certa companhia de investimentos que permitiu que um de seus analistas de mercado de valores despendesse 6 meses investigando os méritos de investimento em uma só empresa. (Afortunadamente, seus relatórios recomendaram com ênfase a compra de ações, e o capital teve seu valor quadruplicado; ele é hoje diretor da companhia de investimento e não um ex-empregado...)
3. A quantidade e qualidade dos dados disponíveis. Raramente fornece-se aos credores comerciais, em trabalho de rotina mais do que demonstrativos-financeiros resumidos, modestamente suplementados

por relatórios de agências de crédito. O investidor individual geralmente conta com pouco mais do que o balanço publicado no relatório anual, ou em um prospecto. Por outro lado, o banqueiro comercial tendo em vista um empréstimo de vulto, encontra-se, de modo geral, em condições de obter junto à empresa um grande número de dados complementares, tais como discriminação do estoque, cronogramas de vencimento das contas a receber e a pagar, planos de venda e de produção, estimativas da rentabilidade da linha de produtos, e assim por diante.

Caso se deseje uma análise minuciosa, e não haja disponibilidade de dados necessários, ou ainda na eventualidade da existência de suspeita de tentativa, por parte da firma, no sentido de ocultar ou tornar obscura sua situação real, o analista precisará ser, a bem dizer, um detetive, para descobrir os fatos em sua integralidade e verificar se a história por eles contada é verdadeira.

Nos Quadros 8.2, 8.3 e 8.4, em anexo a este capítulo, reproduzimos os demonstrativos financeiros e o Relatório do presidente da "Instrumentos Científicos Cerco S.A.", conforme apresentados em seu relatório anual de 1960 para os acionistas. A Cerco fabrica instrumentos científicos para venda à indústria, e a instituições educacionais como material do ensino de Ciências Naturais. Conforme apresentados no relatório anual da companhia, os dados financeiros são típicos daqueles normalmente colocados à disposição de acionistas, credores e ao público em geral.

Os interessados no progresso da Cerco no decorrer do ano podem efetuar observações significativas através de um rápido exame desses demonstrativos financeiros. Imediatamente visível é, por exemplo, a elevação satisfatória das vendas e do lucro líquido. Entretanto, a pessoa que estiver munida de técnicas básicas de análise financeira, poderá utilizá-las com a finalidade de formar uma imagem muito mais significativa da situação financeira da Cerco. Poderá ainda melhor explicar as variações

das necessidades financeiras da firma durante o ano, e da maneira pela qual foram atendidas, além de obter uma imagem mais clara da posição financeira da mesma ao final do ano, bem como da maneira como a referida posição se modificou no decorrer desse período. Em suma, estará capacitado a formar através dos dados a história do que ocorreu.

Utilizemos os dados do Cerco para ilustrar as aplicações das técnicas de análise, e vejamos qual a história que se pode obter. Ao fazê-lo, devemos estar atentos às limitações de nossos dados, e ao perigo do estabelecimento de conclusões sem fundamento através de nossa análise. Se contássemos com o tipo de informação detalhada de que habitualmente dispõe a administração, estaríamos em melhores condições para efetuar uma análise mais completa e perspicaz, bem como para avaliar a evolução verificada com maior poder de penetração e confiança, do que quando não possuímos senão os demonstrativos financeiros como elemento de trabalho.

Assinalemos uma vez mais que por "fundos" referimo-nos não apenas a dinheiro, mas também a outros meios de pagamento. Dêste modo, conforme observamos em capítulo anterior, um aumento de estoques absorve ou "usa" fundos. Caso o aumento de estoques haja sido financiado através de aumento nas contas a pagar, o uso dos fundos não terá sido preenchido com perda de caixa, mas sim por meio de crédito. O aumento de uma obrigação, ou seja, de Contas a pagar, serviu como fonte de recursos. Também em capítulo anterior discorreremos sobre a maneira pela qual são fornecidos fundos através das operações da empresa.

ANALISE DAS FONTES E USOS DE FUNDOS

Podemos fazer uso tanto da Conta de Lucros e Perdas quanto do Balanço para elaborar um "demonstrativo de fluxo de fundos", também conhecido como "Quadro de Fontes e Usos de Fundos". Diferentes tabelas são empregadas para elaboração de tais declarações. Sugerimos o preparo de um demonstrativo para o Cerco baseado em três etapas:

1. Assinalar com base na Conta de Lucros e Perdas a entrada líquida de caixa proveniente de operações no decorrer do ano.
2. Classificar as variações líquidas nas contas do ativo e passivo a partir dos balanços inicial e final do ano.
3. Reunir os demonstrativos de fluxo de fundos provenientes de operações e as variações do balanço em um demonstrativo de fluxo de fundos para o ano. Ao fazê-lo, cumpre eliminar qualquer duplicidade de contagem decorrente da reunião desses elementos.

Efetuada a primeira etapa, podemos observar, a partir da Conta de Lucros e Perdas da Cerco apresentada no Quadro 8-3, que os lucros líquidos referentes ao ano foram de Cr\$ 1.169.000. Uma nota ao pé da página indica que as despesas de depreciação não desembolsadas relativas a 1960 foram de Cr\$ 192.000. Assim, o fluxo de fundos provenientes de operações em 1960 atingiu a Cr\$ 1.361.000. É preciso, entretanto, observar que foram pagos a acionistas dividendos no montante de Cr\$ 310.000.

Esses fluxos de fundos provenientes das operações no decurso de 1960 irão certamente refletir-se nas variações do balanço. Dêste modo, o lucro líquido retido na firma, de \$ 859.000 (\$ 1.169.000 de lucro menos os \$ 310.000 pagos em dividendos), deverá elevar nesse montante o saldo da conta de lucros não distribuídos.

As despesas de depreciação deverão estar refletidas na conta de ativo fixo líquido. É preciso evitar dupla contagem, nessas rubricas, quando da reunião, na Etapa 3, dos fluxos de fundos de operações e daqueles refletidos nas variações do Balanço.

Procedamos agora à etapa 2, de classificação das variações líquidas das contas de ativo, passivo e patrimônio líquido, conforme haja cada variação representada absorção ou uso dos fundos ou, alternativamente, uma provisão ou fonte de fundos.

Listados na coluna de Usos estão:

Aumento no ativo (por exemplo, um aumento nos estoques)

Diminuição no Passivo (e.g., pagamento de um empréstimo bancário)

Diminuição no Patrimônio Líquido (e.g., pagamento de dividendo)

Contrariamente, as variações seguintes fornecem recursos e são, portanto, Fontes:

Diminuição no Ativo (e.g., redução nos estoques)

Aumento no Passivo (e.g., acréscimo nas Contas a Pagar)

Aumento no Patrimônio Líquido (e.g., venda de ações)

Usando esse sistema, relacionamos as alterações nas várias contas do Balanço da Cerco em seu ano fiscal de 1960:

USOS DOS FUNDOS

Em Cr\$ 1.000

Aumentos no ativo:

Aumento nas contas a receber, líquido	1.741
Aumento nos estoques:	
Mercadoria acabada e de revenda	728
Produtos em transformação e peças	171
Matérias primas e suprimentos	248
Mercadorias em trânsito	<u>63</u>
	1.210
Aumento em instalações e equipamentos, líquido	28
Aumento em investimentos e em contas a receber de subsidiárias do exterior, não consolidados	194
Aumento em excesso de custo de investimento em subsidiárias acima dos ativos líquidos tangíveis adquiridos..	488
Aumento em outros valores	19

Reduções no ativo:

Redução na dívida a longo prazo	<u>100</u>
Usos Totais	3.780
	=====

FONTES DOS FUNDOS

Reduções no Ativo:

Redução do dinheiro em caixa	498
Redução em títulos do governo	407
Redução em gastos pagos antecipadamente e despesas diferidas	10

Aumentos no Passivo:

Aumento em notas a pagar em bancos	500
Aumento de contas a pagar	285
Aumento em despesas acumuladas	200
Aumento no adicional do imposto de renda, nos Estados Unidos e no Canadá	499

Aumentos no Patrimônio Líquido

Aumento no capital por ações	20
Aumento no capital em excesso do valor ao par	402
Aumento em rendimentos retidos	<u>859</u>
Total das Fontes	3.780

=====

Podemos agora passar à etapa 3, reunindo os dados referentes a fluxos de caixa provenientes de operações e aqueles extraídos das variações do Balanço.

Observamos que o influxo do lucro líquido proveniente das operações foi de Cr\$ 1.169.000, e que os dividendos montaram a \$ 210.000, resultando em uma elevação de Cr\$ 859.000 nos lucros não distribuídos. Seguramente, êsses fluxos são materiais, e o nosso demonstrativo do fluxo de fundos será mais útil se mostrar o lucro líquido como uma fonte e os dividendos como um uso de fundos, em lugar da cifra única relativa a aumento dos lucros não distribuídos.

É preciso também incluir a cifra referente a fluxo de fundos das operações — depreciação em nosso resumo de fluxos de fundos. No quadro anterior apresentamos em nossa conta de usos de fundos somente os montantes de aumento líquido nas contas de instalações e equipamento. O aumento líquido nessa conta foi de Cr\$ 28.000 após dedução da reserva para depreciação. Observamos anteriormente que as despesas de depreciação atingiram a Cr\$ 192.000, devendo assim uma quantia similar ter sido acrescentada à reserva para depreciação durante o ano. Desta maneira, se indicarmos um montante de Cr\$ 192.000 de "fundos de operações — depreciação" como uma fonte, deveremos também acrescentar Cr\$ 192.000 aos Cr\$ 28.000 assinalados como aumento da conta de instalações e equipamento, e entitular a esta cifra de \$ 220.000 "desembolso para novos ativos fixos".

Nosso demonstrativo de fontes e usos, ampliado pelos itens grifados, surge agora do seguinte modo:

USOS DE FUNDOS

	<u>Cr\$ 1.000</u>
<u>Dividendos Pagos</u>	310
Elevação das contas a receber, líquido	1.741
Aumento de estoque:	
Mercadoria acabada e para revenda	728
Trabalho em elaboração e acessórios	171
Matérias primas e combustível	248
Mercadorias em trânsito	<u>63</u>
<u>Desembolsos em maquinaria, equipamento, etc.</u>	220
Aumento do investimento e contas a receber de subsidiárias cujos demonstrativos não foram consolidados	194
Aumento do custo de investimento em subsidiárias sobre os ativos tangíveis líquidos adquiridos	488
Aumento em outros ativos	19
Redução do débito a longo prazo	<u>100</u>
Total de Usos	4.282
=====	=====

FONTES DE FUNDOS

Fundos Provenientes de operações

<u>Lucro Líquido</u>	1.169
<u>Depreciação lançada sem desembolso</u>	<u>192</u> 1.361
Redução de Caixa	498
Redução de títulos governamentais	407
Redução de despesas pagas adiantadamente e de gastos diferidos	10
Aumento de notas pagáveis a banco	500
Aumento de contas a pagar	385
Aumento de despesas acumuladas	200
Aumento dos impostos de renda norte-americano e canadense	499
Aumento de capital próprio	20
Aumento de capital além do valor ao par	<u>402</u>
Total de Fontes	4.282
	=====

Podemos agora recorrer a nossa análise de fluxo de fundos para resumir a situação financeira da Cerco no ano. Serão os parágrafos que se seguem capazes de dizer da história de modo adequado ?

"Durante 1960, a Cerco teve necessidade premente de fundos para equilibrar a acentuada elevação de contas a receber e de todos os tipos

de estoques, ligado aparentemente ao grande aumento de vendas. Financiou-se a aquisição de uma subsidiária nacional por meio de pequeno número de ações comuns de emissão recente, mas um pequeno investimento em uma subsidiária estrangeira contribuiu para que houvesse demanda de novos fundos. Não foram adquiridas novas instalações para a fábrica, e os modestos desembolsos efetuados com relação a maquinaria, equipamento, mobília e acessórios para escritório foram quase equiparados pelos fluxos operacionais ligados à depreciação.

Recorreu-se a diversas fontes para financiar a expansão das contas a receber e dos estoques. O substancial lucro líquido, em grande parte não distribuído, cobriu quase um terço desses requisitos. Os aumentos conjuntos nas contas a pagar, despesas acumuladas e impostos acumulados originários de lucros mais elevados, constituíram uma fonte de quase igual importância. A administração utilizou também os fundos investidos em títulos governamentais e reduziu a caixa em mais de um terço. Apesar dessas medidas, fez-se necessário recorrer a fundos externos, sendo levantado um montante de Cr\$ 500.000 através de empréstimos bancários a curto prazo. Que a administração previa a necessidade renovada e continuada de fundos externos no futuro fez-se evidente pela comunicação feita pelo Presidente com respeito a planos para vinda de um grande número de debêntures conversíveis."

Entretanto, nossas oportunidades para efetuação de uma análise que seja útil dos dados financeiros da Cerco não foram de modo algum esgotadas por nosso exame da administração do fluxo de fundos. Pouco fizemos no sentido de investigação dos lucros além de anotar sua elevação e os fundos que forneceram. As seguintes questões relevantes permanecem sem resposta: Deveu-se a elevação dos lucros tão somente ao maior volume de vendas ou foi a margens de lucro ampliada? Conseguiu a administração manter maior margem bruta sobre o custo de artigos vendidos? Houve concordância entre a elevação das despesas de operação e o aumento das vendas? Como se apresentaram os lucros relativamente ao ativo total? Ao inves-

timento dos acionistas? Tampouco aprofundamo-nos com respeito aos grandes aumentos em contas a receber e estoques para verificar se estavam em acôrdo com a elevação das vendas. Além da observação da queda do ativo líquido, não realizamos maior exame da situação financeira da companhia conforme revelada pelo balanço mais recente. Também não dedicamos atenção à crescente estrutura de capital da firma e em que medida está dependendo do uso de endividamento em relação a fundos próprios. A exploração das oportunidades de análise mais completa pode encontrar apoio em uma análise bem orientada de quocientes.

Antes de passar a uma discussão dos quocientes e sua aplicação aos dados da Cerco, cabem aqui mais alguns comentários sobre a análise do fluxo de fundos.

Os contadores profissionais envolvidos na elaboração de demonstrativos de fontes e usos de fundos nos casos em que há disponibilidade de dados, empreendem, com freqüência, o aperfeiçoamento do demonstrativo de fundos, a fim de remover do demonstrativo quaisquer transações que hajam constituído meramente "transações de papel", sem implicar realmente em fluxos de fundos. Raramente conta o analista externo com dados suficientes a cerca dêsse tipo de transações, para poder tentar tais aperfeiçoamentos do demonstrativo de fontes e usos de fundos por êle elaborado.

O leitor deve considerar o fato de que o demonstrativo de fontes e usos de fundos, tal como efetuado por nós, e tal como é geralmente preparado, não tenta retratar todos os fluxos de fundos em uma empresa durante um dado período. Note-se que da Conta de Lucros e Perdas tomamos somente os lucros líquidos e a despesa de depreciação não desembolsada. Foi mantida fora da parte referente a fontes a parcela remanescente das vendas efetuadas, enquanto que na parte de usos não constam as despesas de caixa pagas no decorrer do ano. Diversas outras transações compreendidas no ano não foram apresentadas. Por exemplo, é possível que a Cerco haja efetuado empréstimos a curto prazo em bancos comerciais, efetuando o pagamento dos

mesmos diversas vezes durante o ano; êsses fluxos compreendidos dentro do período não puderam ser assinalados em nosso demonstrativo, que se ocupa primordialmente de alterações líquidas durante o ano.

Embora seja importante incluir todos os fluxos conhecidos durante o período no Quadro de Fontes e Usos, na prática os demonstrativos dêsse tipo publicados raramente apresentam mais do que aquele publicado pela Cerco. O Quadro de Fontes e Usos é muitas vezes elaborado de forma algo diversa, embora contenha em essência os mesmos dados.

O Emprêgo de Quocientes na Análise Financeira

Os índices ou quocientes, se calculados criteriosamente e interpretados com bom senso, podem ser instrumentos de grande utilidade para a análise financeira. Os quocientes são simplesmente um meio de esclarecer, em termos aritméticos, as relações entre números extraídos das demonstrações financeiras. Podem ser computados inúmeros quocientes com dados retirados das demonstrações financeiras básicas -- por exemplo, a relação entre as despesas acumuladas da Cerco e o seu investimento líquido em ativo fixo pode ser prontamente calculado como 84.2% (650/772). Terá, porém, essa relação algum significado? Aparentemente, nenhuma, de forma que o número 84.2% é sem sentido e o seu cálculo uma mera distração.

Os quocientes terão significado e utilidade, então, apenas até onde existirem relações significativas entre os números escolhidos para se fazerem comparações através dos mesmos. Como já assinalamos, os pontos de vista e interêsses particulares do analista tornarão certas relações de especial interêsse para êle. Os quocientes mais comumente usados recaem em um de três grupos genéricos, de conformidade com o seu emprêgo. Êsses grupos ou famílias principais de quocientes são:

1. Medidas de lucratividade
2. Medidas de utilização do ativo
3. Medidas de liquidez e utilização do endividamento.

Identificaremos e discutiremos essas proporções no contexto prático de seu uso na análise dos dados da Cerco.

Quocientes na Medida e Análise da Lucratividade

Comparações entre Vendas e Lucros. As cifras absolutas de lucros adquirem maior significado quando comparadas com as vendas. Amplamente utilizado como medida de lucratividade é o índice percentual entre a renda líquida após o pagamento dos impostos e as vendas líquidas — ou entre aquela e a receita total caso essa receita proveniente de outras fontes seja material. No caso da Cerco, o lucro líquido em 1960, após o pagamento dos impostos sobre as vendas, foi de 5,54%, calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Renda líquida após os impostos}}{\text{Rendas líquidas}} = \frac{1.169}{21.108} = 5,54\%$$

O índice correspondente para 1959 foi de 4,85%. Assim, é evidente que os lucros aumentados da Cerco, em 1960, foram não somente o resultado de maiores vendas, como também podem ser atribuídos ao sucesso em transformar em lucro líquido uma maior percentagem da receita total proveniente das vendas.

Uma vez que o ônus do imposto de renda pode variar de ano para ano, os resultados operacionais são freqüentemente medidos em termos de renda líquida antes do pagamento dos impostos comparada com as vendas. Na Cerco o lucro líquido antes dos impostos foi de 12% das vendas, superior aos 10,2% de 1959.

Relações entre Vendas e Despesas. A direção e os analistas de fora da empresa, particularmente interessados no desempenho lucrativo da empresa, e no controle das despesas, computam muitas proporções entre gastos e vendas. Os analistas de fora, que comumente não dispõem de uma análise discriminativa das despesas, além dos sumários apresentados quando se publica a Conta de Lucros e Perdas, fazem uso freqüente de "demonstrativos

100%" — isto é, convertem cada um dos itens de despesa e do lucro da Conta de Lucros e Perdas em percentagens sobre as vendas líquidas. A Conta de Lucros e Perdas da Cerco, expressa em percentagens, é a seguinte:

	1960	1959
Vendas líquidas	100,00%	100,00%
Custo das vendas	<u>64,18</u>	<u>64,47</u>
Lucro bruto	35,82%	35,53%
Despesas operacionais	<u>23,49</u>	<u>24,97</u>
Lucro operacional	12,33%	10,56%
Outros débitos, líquido	<u>0,33</u>	<u>0,36</u>
Rendimentos antes de ser pago o imposto de renda	12,00%	10,20%
Imposto de renda	<u>6,46</u>	<u>5,35</u>
Renda líquida depois de pagos os impostos	<u>5,54%</u>	<u>4,85%</u>
	=====	=====

Os cálculos em percentagens tornam aparente que o lucro líquido mais elevado da Cerco em 1960 deveu-se em parte a um aumento no lucro bruto ou percentagem da margem bruta de lucro, mas, o fator de maior importância, porém, foi o controle das despesas operacionais, que não aumentaram tão rapidamente quanto as vendas. Esses fatores favoráveis compensam de sobra o acréscimo do ônus tributário. A administração pode, com informações mais completas acerca dos diversos itens da despesa, fazer uma análise idêntica, porém muito mais detalhada, das despesas e do lucro.

Os Lucros Comparados com o Ativo

Os leitores já devem estar familiarizados com as relações das taxas de lucro e rendimento, sendo que duas delas são particularmente importantes como gabaritos de lucratividade que levam em consideração os recursos empregados para gerar os lucros. A primeira delas compara os lucros após o pagamento dos impostos com o ativo total. Assim, a proporção do lucro sobre o ativo da Cerco em 1960, foi de 9,73%:

$$\frac{\text{Lucro líquido após os impostos}}{\text{Ativo total, fim do ano}} = \frac{1.169}{12.013} = \underline{\underline{9,73\%}}$$

Podemos chegar a êsse mesmo número representativo do índice de rendimento por meio das cifras do rendimento das vendas e do giro do ativo, conforme foi descrito no Capítulo 1.

$$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} = \text{Rendimento líquido do Ativo}$$

$$5,54\% \times \frac{21.107}{12.013} \text{ ou } 1,757 = \underline{\underline{9,73\%}}$$

Como indicado em capítulo anterior, a administração pode aumentar a taxa de lucro em relação ao ativo seja através de maior lucro por unidade de venda seja através de maior rotação de vendas. Dessa forma, a comparação com os resultados da Cerco em 1959, mostram que tanto uma maior taxa de lucros em relação às vendas (5,54% versus 4,85%) e um maior giro de ativos em vendas (1,757 vezes comparado com 1,625 vezes). Contribuíram significativamente para o maior lucro global em relação ao ativo.

$$\frac{729}{15.033} \times \frac{15.033}{9.248} = 4,85\% \times 1,625 = 7,88\% \text{ em } 1959$$

Outra medida da rentabilidade de uso generalizado e grande significado, sobretudo para os acionistas, relaciona os lucros totais após pagamento dos impostos ao investimento total dos acionistas conforme apresentado no balanço. Esse índice de retôrno do investimento dos proprietários suplementa o índice de retôrno do ativo total. O retôrno do investimento dos proprietários na Cerco foi de 16,84% em 1960, contra 12,88% em 1959.

A cifra de 16,84% para 1960 foi obtida do seguinte modo:

$$\frac{\text{Lucro Líquido após Pagamento dos Impostos}}{\text{Investimento de Proprietários}} = \text{Taxa de Retôrno do Investimento de Proprietários}$$

$$\frac{1.169}{6.941} = \underline{\underline{16,84\%}}$$

O retôrno muito mais elevado em relação aos fundos próprios da Cerco do que com relação ao ativo total (16,84% contra 9,73%) reflete o fato de serem os credores fonte de grande parte dos fundos usados na empresa. O grau de divergência entre o retôrno sôbre o ativo total e o retôrno sôbre

o investimento de proprietários variará de uma empresa a outra na dependência da composição da utilização de recursos próprios e de terceiros em cada firma. Portanto, o montante de lucros em relação ao capital próprio reflete não só a política financeira da empresa, como também sua eficiência no emprego de seus ativos. Em capítulos posteriores trataremos com ênfase das considerações relacionadas com a escolha alternativa entre utilizar fundos de terceiros ou recursos próprios.

O estudante perspicaz talvez tenha anotado o fato de utilizarmos cifras do final do ano para o ativo total e investimento de proprietários quando do cálculo do lucro em relação a ambos. Alguns analistas preferem utilizar uma cifra que represente a média dos valores no início e final do ano para ativo total e/cu investimento de proprietários. Este procedimento, discutem eles com alguma lógica, representa com maior precisão o ativo ou fundos próprios ^{em} uso real durante o ano, com os quais serão confrontados os lucros no mesmo período. Em empresas em fase de expansão, o uso de valores médios dará como resultado um número mais elevado para o lucro do que se se utilizar cifras de final de ano. Por exemplo, os cálculos abaixo efetuados acerca do lucro da Cerco em relação à média dos fundos próprios em 1960, acusam 18,55% em comparação com a cifra de 16,84% para recursos próprios ao final do ano, conforme calculados acima.

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Média das Cifras do Início e Final do Ano Referentes a Investimento de Proprietários}} = \frac{\text{Retorno sobre o Investimento Próprio Médio durante o Ano}}{\text{Retorno sobre o Investimento Próprio Médio durante o Ano}}$$

$$\frac{1.169}{(5.660 + 6.941) : 2} = 18,55\%$$

Quocientes como medidas de Utilização do Ativo

No Capítulo 3 salientamos o significado da relação entre estoques e vendas, e descrevemos os quocientes básicos usados para evidenciar essa relação. Em primeiro lugar podemos ver que, a despeito do grande aumento em dinheiro, os estoques totais no fim do ano, como uma percentagem

de vendas, caíram de 30,39% das vendas em 1959, para 27,37% em 1960. Verificações similares em cada tipo de estoque mostram que cada um dêles, com exceção das pequenas mercadorias em trânsito, aumentaram numa proporção inferior à das vendas.

A mesma relação pode ser expressa em termos de giro (vendas/estoques). Uma vez que os estoques são geralmente lançados pelo custo, pode-se obter uma medida mais precisa do giro físico dividindo os estoques pelo custo das vendas ao invés do valor das vendas. Como poder-se-ia esperar, o giro aumentou de 2,12 vezes para 2,34 vezes.

No Capítulo 4 apresentaremos alguns quocientes de utilidade na avaliação do investimento em contas a receber. O primeiro dêles expressa simplesmente as contas a receber como uma percentagem das vendas. As contas a receber, da Cerco, representaram 13,03% das vendas em 1959 e 17,53% em 1960. Assim, ao contrário dos estoques, as contas a receber cresceram mais do que as vendas.

O incremento em contas a receber relativo às vendas torna-se mais evidente pelo cálculo das "vendas diárias pendentes" ou período de obra. Convém lembrar que essa proporção é calculada em duas etapas, sendo a primeira a determinação de uma média de vendas diárias:

$$\frac{\text{Vendas anuais, 1960}}{360} = \frac{\text{Cr\$ 21.108.000}}{360} = \text{Cr\$ 58.633}$$

Na segunda etapa, a média de vendas diárias é dividida pelas contas a receber de fim do ano:

$$\frac{\text{Contas a receber de fim de ano, 1960}}{\text{Média de vendas diárias}} = \frac{\text{Cr\$ 3.700.000}}{\text{Cr\$ 58.633}} = 63 \text{ dias}$$

A cifra de 63 dias no fim do ano de 1960 compara-se com a de 46,9 dias no fim do ano de 1959.

O investimento líquido em instalações fabris pode ser também comparado com as vendas: o investimento líquido da Cerco em instalações da

fábrica foi, em 1960, de apenas 3,66% e tinha sido, em 1959, de 4.95%. Em termos de giro (vendas/líquido da fábrica) os índices muito elevados, de 27,34 vezes e de 20,22 vezes chamam a atenção para o alto volume de vendas conseguidas pela Cerco com seu investimento muito limitado em ativo fixo. Sugerem-se explicações parciais na Nota Explicativa, de que as subsidiárias arrendam propriedades e ainda que os estoques de bens acabados estão rotulados como "produtos acabados e mercadorias para revenda" - aparentemente algumas das vendas da Cerco são de produtos feitos para ela por outras firmas. No entanto, a questão levantada pelos índices quanto à maneira pela qual a Cerco pode conseguir essas vendas elevadas em relação ao investimento em instalações fabris, permanece um ponto que o analista interessado em compreender inteiramente o funcionamento dessa empresa desejará investigar em maior profundidade.

Os Quocientes como Medida de Liquidez

Podem ser usados vários quocientes para a medida de liquidez, isto é, relações ligadas às obrigações a curto prazo e a ativos que são mais prontamente conversíveis em meios de pagamento. Os analistas de fora da empresa, que não dispõem de dados detalhados sobre os fluxos previstos de caixa da empresa; usam as relações de liquidez como índices aproximados da capacidade provável da firma em questão para enfrentar seus compromissos de curto prazo, ou a possível necessidade do levantamento de fundos adicionais através de empréstimos ou da emissão de ações.

Talvez o quociente mais amplamente usado seja o "índice de liquidez comum", que consiste simplesmente na divisão do ativo corrente pelo passivo corrente. Usando as cifras da Cerco, temos o seguinte:

$$\frac{\text{Ativo corrente, fim de ano, 1960}}{\text{Passivo corrente, fim de ano, 1960}} = \frac{10.250}{3.022} = \underline{\underline{3,39}}$$

A proporção de 1960 compara-se com a de 5,71 do ano anterior. A força do índice de liquidez comum da Cerco, a despeito do declínio em

1960, reflete o predomínio das contas a receber e dos estoques em sua estrutura do ativo e o seu substancial patrimônio e dívida a longo prazo.

A despeito do seu amplo uso — e que leva a crer que os analistas consideram-no revelador —, o índice de liquidez comum é, na melhor das hipóteses, uma medida bastante grosseira da situação financeira da firma, e de sua capacidade de satisfazer débitos. Um exemplo de capacidade conclusiva limitada dêsse índice como medida da capacidade de pagar dívidas, decorre do fato de serem os estoques incluídos nos ativos correntes. Na realidade, os estoques podem ter uma capacidade de venda limitada, principalmente a curto prazo. Consideremos a situação de um fabricante de roupas esportes, para verão, nos fins do mês de março, que apresente o seguinte balanço sumário, e um forte índice de liquidez comum de 3 para 1:

Dinheiro em caixa	10.000	Passivo corrente	Cr\$ 100.000
Contas a receber	10.000		
Estoques	<u>280.000</u>		
	Cr\$ 300.000		

Essa firma poderia estar ainda em dificuldades financeiras se os Cr\$ 100.000 de passivo corrente fôsem vencíveis dentro de um mês, enquanto que os estoques só poderiam ser vendidos, sem grandes prejuízos, durante um período de muitos meses.

Reconhecida pelo que representa — uma indicação muito grosseira e não, obrigatoriamente, conclusiva — o índice de liquidez comum pode ser útil na falta de melhores informações, ou como uma pequena parcela de uma análise mais completa e discriminativa. No caso da Cerco, a queda dêsse índice de 1959 para 1960 chama a atenção para um significativo declínio na liquidez durante o ano.

O índice de liquidez comum também é usado pelos credores como uma medida do ponto até onde os valores do ativo circulante pudessem ser diminuídos na liquidação da firma e serem ainda adequados para o reembolso dos credores atuais — deixando-se de lado o ativo imobilizado e as dí-

vidas a longo prazo. Assim, o ativo corrente de uma empresa com um índice de 4,0 poderá reduzir-se a um quarto, e ainda assim satisfazer aos débitos correntes.

Outro quociente amplamente usado é o chamado "índice de liquidez sêco". Essa relação é semelhante ao índice de liquidez comum, com exceção de que são excluídos os estoques e as despesas pagas por antecipação. Aproveitando as cifras da Cerco para o ano de 1960, teremos os seguintes resultados:

$$\frac{\text{Dinheiro em caixa, títulos negociáveis e contas a receber}}{\text{Passivo corrente}} = \frac{773 + 3.160}{3.022}$$

$$= 1,48$$

====

A cifra de 1,48 referente a 1960 representa uma queda abrupta em relação aos 2,53 de 1959, indicando, porém, que o dinheiro em caixa e as contas a receber da Cerco, sem fazer referência aos estoques, ainda excediam o passivo corrente por uma larga margem.

Um terceiro quociente empregado para avaliar a liquidez é o que compara o nível do dinheiro em caixa e ativos de curtíssimo prazo com a média dos pagamentos diários em dinheiro:

$$\frac{\text{Dinheiro em caixa + títulos negociáveis}}{\text{média de pagamentos diários em dinheiro}}$$

Uma vez que se desconhece as cifras das saídas diárias de caixa, no caso da Cerco, essa relação não pode ser calculada por analistas de fora da empresa. Mais uma vez, falando de maneira geral, o quociente fica exposto a muitos "se", "mas", "porém". Uma firma com linhas de crédito fortes e pouco utilizadas nos bancos ou outros credores, pode bem se dar ao luxo de funcionar com um saldo de caixa mais baixo em relação ao volume das saídas de caixa, do que uma firma sem tais "escoras de crédito" como reserva para utilização na eventualidade de algum aperto financeiro.

As contas a pagar de empresas cujos prazos de compra e prática de pagamento não se alteram poderão variar com o volume de compras re-

cente. Assim, uma acentuada elevação das contas a pagar poderá refletir simplesmente um aumento temporário de compras. Uma elevação significativa das contas a pagar relativas a compras talvez indique, contudo, dificuldades financeiras crescentes. Firms que se defrontam com escassez de fundos apresentam forte tendência a apoiar-se em seus fornecedores, atrasando o pagamento de duplicatas. A tolerância dos fornecedores não é, entretanto, ilimitada, e um índice crescente de contas a pagar em relação a compras é, frequentemente, um dos primeiros sinais de franca escassez de recursos.

Um quociente útil pode ser estabelecido entre o nível de contas a pagar e o volume de compras, de uma das seguintes maneiras:

1. As contas a pagar expressas como percentagem das compras recentes. Por exemplo, se houver disponibilidade de dados relativos a compras mensais, as contas a pagar pendentes tornam-se o numerador em um índice contas a pagar/compras.
2. As contas a pagar são expressas em termos de compras médias diárias pendentes:

$$\frac{\text{Contas a Pagar Pendentes}}{\text{Compras Médias Diárias}}$$

Essa cifra será certamente mais significativa se as compras médias diárias forem baseadas em cifras recentes de compras. Nesse caso, a cifra resultante pode ser comparada com os prazos de venda habituais dos principais fornecedores. Por exemplo, considerem-se as compras na Companhia X como seguindo uma taxa razoavelmente estável de Cr\$ 120.000 por mês durante o último trimestre, sabendo-se ainda que seus fornecedores relutavam em conceder aos clientes prazos de pagamento superiores a 30 dias. As contas pendentes da Companhia X, no valor de Cr\$ 300.000 representam, portanto, compras equivalentes a 75 dias.

$$\frac{\text{Cr\$ 120.000}}{30} = \text{Cr\$ 4.000} \quad \text{Compras Médias Diárias}$$

$$\frac{\text{Cr\$ 300.000}}{\text{Cr\$ 4.000/dia}} = 75 \text{ dias}$$

Mediante conhecimento dos prazos habituais de 30 dias, esse resultado de 75 dias indica que a Companhia X dilatou os prazos de pagamento muito além de um nível sustentável, ou então providenciou crédito especial junto aos fornecedores.

Havendo disponibilidade de dados completos, é possível elaborar um calendário de contas a pagar nos mesmos moldes utilizados para o calendário de contas a receber.

No caso da Cerco, não há dados de compra disponíveis, não sendo portanto possível avaliar suas contas a pagar nesses termos.

A Fonte dos Recursos Financeiros para a Empresa: Comparações
dos Recursos de Terceiros com Fundos Próprios

De grande interesse para muitos analistas é o uso relativo do endividamento e do capital social da firma. Uma maneira simples e conveniente de se ilustrar a extensão do financiamento através do endividamento consiste em calcular a percentagem do ativo total fornecido pelos credores. Na Cerco, como mostram os cálculos abaixo, a dívida, como percentagem do ativo total, aumentou um pouco em 1960:

<u>Débitos totais, 1960</u>	=	<u>5.072</u>	=	42,22%
Ativo total, 1960		12.013		=====
 <u>Débitos totais, 1959</u>	 =	 <u>3.588</u>	 =	 38,8%
Ativo total, 1959		9.248		=====

É interessante assinalar o plano da Cerco para emitir Cr\$ 5 milhões de debêntures conversíveis. Se esses 5 milhões não fossem usados para saldar os débitos existentes, a dívida total cresceria para 59,2% do ativo total expandido.

Também de grande utilização, sobretudo nas indústrias de serviços públicos e ferrovias, são os índices que focalizam a relação entre os recursos próprios e o endividamento a longo prazo. O total das dívidas a longo prazo e das fontes de recursos próprios (ações preferenciais, ações ordinárias e reservas) são designados como "capitalização" da firma.

Um quociente bastante utilizado apresenta a dívida a longo prazo como per de capitalização centagem total. Empregando cifras da Cerco relativas a 1960 temos:

$$\frac{\text{Dívida a Longo Prazo}}{\text{Capitalização Total}} = \frac{2.050}{2.050 + 6.941} = \underline{\underline{22,8\%}}$$

A cifra de 22,8% é comparável à de 27,5% para 1959. Esta percentagem assinala, portanto, um ligeiro declínio da importância da dívida a longo prazo no total do financiameto a longo prazo da Cerco. A maior percentagem do endividamento em relação ao total do ativo anteriormente observado, reflete, então, empréstimos bancários a curto prazo e grandes elevações em cada um dos demais tipos de passivo corrente.

Outro quociente utilizado para resumir a relação entre o total de recursos próprios e endividamento total é o de recursos próprios/recursos de terceiros. O cômputo deste quociente para a Cerco ao final do ano de 1960 acusa o seguinte:

$$\frac{\text{Total de Recursos Próprios, 1960}}{\text{Endividamento Total, 1960}} = \frac{6.941}{5.072} = \underline{\underline{1,37}}$$

O índice recursos próprios/recursos de terceiros, de 1,37 para 1960, é comparável ao de 1,58 para o final do ano de 1959. A redução do índice reflete a maior dependência com relação ao endividamento no total de finanças da Cerco, dependência esta salientada também nas cifras referentes ao endividamento total como percentagem do total do ativo.

Generalizando, do ponto de vista do credor, quanto menor a percentagem de financiamento com recursos de terceiros em relação ao total do ativo, tanto melhor. O credor poderá encarar os fundos próprios como constituindo uma garantia contra prejuízos. Se, por exemplo, o endividamento constituir somente 20% do total do ativo, este poderá diminuir em fase de liquidação, até um quinto do valor registrado no Balanço, e ser assim ainda suficiente para cobrir as dívidas, uma vez que os credores têm direito ao pagamento integral, com prioridade sobre quaisquer direitos dos proprietários. Se, pelo contrário, o endividamento total atingir a 90% do total do ativo, uma queda de mais de 10% deixará os credores

sem meios de cobrança.

O montante do endividamento que a empresa pode, razoavelmente manter depende, é claro, de muitos fatores a serem debatidos minuciosamente em capítulo posterior. Uma empresa de serviços públicos, cujos ganhos são estáveis, e com perspectivas favoráveis, pode, com segurança, financiar uma parcela muito maior de seu ativo por meio de recursos de terceiros, do que, digamos, um fabricante possuidor de antecedentes de rentabilidade instável, que produz um único produto especial de demanda incerta a longo prazo.

Conforme observamos anteriormente, a conclusão sobre se determinado quociente representa uma situação favorável ou desfavorável poderá ser confiada ao ponto-de-vista do analista. Pode-se imaginar que os credores a longo prazo da Cerco prefeririam uma expansão mais lenta financiada, sobretudo por lucros não distribuídos ou recursos próprios a uma expansão mais rápida por meio de debêntures conversíveis que, caso a companhia entre em decadência, iriam permanecer como dívida não conversível. Entretanto, para o acionista comum, as debêntures conversíveis talvez representem o meio mais viável para financiamento da rápida expansão desejada.

Aumentando a Utilidade da Análise através de Quocientes

Na nossa análise da Cerco observamos apenas os balanços dos seus anos fiscais de 1959 e 1960, e os resultados das operações durante dois anos. Poderíamos ter acrescentado profundidade à nossa análise recuando a muitos anos antes. O cálculo dos quocientes por um período longo de anos pode trazer à luz importantes tendências que não aparecem numa análise que focalize apenas pequenos períodos. Além disso, variações acentuadas nos quocientes, em comparação com as variações características verificadas no passado, podem assinalar importantes mudanças nas condições da indústria, ou nas políticas administrativas, merecedoras de maiores investigações. Assim, os dados sobre o uso do endividamento em relação ao

financiamento com recursos próprios por um período superior — digamos — a dez anos, poderia esclarecer se o aumento nas percentagens de endividamento acusado em 1960, e prometido para 1961, estava de acôrdo ou não com a política administrativa de longa duração de expansão gradual no endividamento ou um afastamento abrupto das antigas políticas. De igual maneira, os índices de lucro para 1960 adquiririam maior significado se comparados com os mesmos índices durante um período maior. Se os índices de lucro oscilaram de ano para ano, no passado, a melhora de 1960 seria muito menos encorajadora se correspondesse a uma tendência continuada e uniforme no sentido de margens de lucro mais amplas e de maiores vendas.

Também tem a sua utilidade a comparação dos dados dos fluxos de fundos e dos índices da firma em estudo, com os dos competidores na mesma indústria. Muitas associações comerciais e outros grupos da indústria coletam e publicam dados para as empresas do ramo, frequentemente classificados pelo porte ou atividades especializadas dentro da indústria. Se as firmas dentro dos grupos de indústrias operam de acôrdo com linhas semelhantes, e sob condições razoavelmente comparáveis, o confronto dos índices da firma em questão com os índices da indústria pode contribuir em muito para a análise. É preciso ressaltar o fato de que os desvios em relação aos quocientes típicos da indústria como um todo, não devem ser julgados como indesejáveis por si sós. Por exemplo, a empresa que está sendo estudada pode apresentar um investimento muito mais elevado em contas a receber relativas às vendas do que os seus competidores. À primeira vista, poderia parecer que essa firma fôsse culpada de uma política de créditos perigosamente frouxa. Na realidade, porém, o elevado quociente pode ser simplesmente um reflexo de uma política administrativa consciente de competição por vendas através de políticas de crédito especialmente liberais; essa política pode estar dando magníficos resultados para a firma, sob a forma de maiores vendas e lucros, e mesmo de rendimento sobre ativos, do que poderia ser conseguido através de outra política. Em outras palavras, os desvios do "normal" podem significar simplesmente que

a firma opera de maneira diversa, porém não menos eficiente. Além disso, os quocientes são extraídos dos dados contábeis da empresa, e as diferenças nas normas e práticas contábeis entre as firmas limitam, naturalmente, a completa comparabilidade entre os seus índices respectivos.

Nos últimos anos, a tendência de muitas firmas para a diversificação em linhas de múltiplos produtos, tornando difícil a separação em grupos tradicionais da indústria, têm tornado mais difícil a comparação dessas firmas com os índices do setor. Na verdade, muitas empresas apresentam características próprias, desafiando uma estreita comparação com as demais. Entretanto, pode ainda ser possível à administração dessas empresas fazer comparações úteis entre os índices de algumas de suas divisões ou subsidiárias, e os dessas unidades com outras empresas no mesmo ramo industrial em que operam.

Uma vez que essa discussão já se está prolongando, admitiremos, em nossa análise da Cerco, as vantagens da profundidade de análise que poderiam ser obtidas através da comparação com os índices dessa empresa referentes aos anos anteriores ou com os índices da indústria. Vejamos o que se pode acrescentar, de nossa análise de índices, admitidamente limitada, aos comentários interpretativos sobre as declarações da Cerco, baseadas tão somente na análise do fluxo de fundos. Pede-se ao leitor que compare o que se segue com o que ele poderia encarar como pontos principais da análise merecedores de inclusão num comentário resumido. Há lugar de sobra para diferenças de pontos de vista quanto aos tópicos mais significativos para comentário e ênfase.

"As vendas da Cerco em 1960 cresceram de 40,4% em comparação com 1959; os lucros aumentaram de 60,3%. O aumento desproporcional do lucro refletiu um pequeno incremento na margem bruta, e em um maior corte na percentagem do dinheiro das vendas consumido pelas despesas operacionais, o que mais que contrabalançou o acréscimo nos impostos efetivos pagos pela Cerco.

Embora fôsem mantidos grandes estoques (o giro do custo das vendas foi de 2,34), os aumentos em estoques foram proporcionalmente menores do que os aumentos das vendas. As contas a receber, no final do ano, subiram muito mais do que as vendas, tendo o período de cobrança passado de 47,6 para 64 dias. Isso por si só justifica uma maior indagação. O já alto giro (20,22 vezes) do investimento na fábrica em termos de vendas de 1959, sofrem nôvo acréscimo, passando para 27,34 vezes. O lucro sôbre o ativo total, no fim do ano, aumentou para 9,73%, em relação aos 7,88% anteriores, enquanto que o rendimento do investimento dos acionistas pulou de 12,88%, em 1959, para 16,84%.

Refletindo os vários movimentos financeiros, todos os índices de liquidez mostraram declínios abruptos, mas o índice de liquidez sêco no ano de 1960 foi ainda de 1,48. O ativo líquido era de 25,6% do passivo circulante, acusando forte queda dos 117% anteriores.

A Administração aumentou o uso do endividamento, conforme mostrou o aumento na percentagem da dívida em relação ao ativo total, de 38,8 para 42,22%. Se não fôr usado nenhum dos recursos da futura emissão de debêntures conversíveis, no valor de NC\$ 5 milhões para o pagamento das dívidas existentes, a percentagem de endividamento subirá a cerca de 59% do ativo total.

Na realidade, êsse sumário dos resultados da análise dos quocientes bem poderia ser incorporado aos comentários anteriores, extraídos de análise do fluxo de fundos, em uma declaração única e condensada dos resultados de nossa análise financeira.

Limitações da Análise baseada em Quocientes

Em vários pontos de nossa discussão da análise por intermédio de quocientes, aconselhamos cautela na interpretação dos mesmos. Os jul

gamentos apressados, ou com excesso de confiança, dos fatos por trás desses índices, podem ser perigosamente enganadores. Por exemplo, o período de cobranças aumentado na Cerco poderia representar dificuldades de crédito ou nas cobranças, mas outras interpretações possíveis poderiam, desde que fôssem pesquisados, nos dar a explicação verdadeira. Por exemplo, os órgãos administradores das escolas públicas são notoriamente lentos no processamento e pagamento das contas. Uma alteração na composição das vendas totais, a fim de se vender mais às escolas, bem poderia explicar a mudança verificada. Outrossim, poderia essa variação ser simplesmente devida às vendas muito intensas durante as semanas que antecederam o fim do ano fiscal.

Os índices são ferramentas mecânicas de análise, nunca se devendo empregá-las, isoladamente, como padrões arbitrários de comportamento. Como ajudas para julgamento, podem ser úteis; como substitutos mecânicos para o raciocínio e análise, podem ser mais do que inúteis.

gamentos apressados, ou com excesso de confiança, dos fatos por trás desses índices, podem ser perigosamente enganadores. Por exemplo, o período de cobranças aumentado na Cerco poderia representar dificuldades de crédito ou nas cobranças, mas outras interpretações possíveis poderiam, desde que fôssem pesquisados, nos dar a explicação verdadeira. Por exemplo, os órgãos administradores das escolas públicas são notoriamente lentos no processamento e pagamento das contas. Uma alteração na composição das vendas totais, a fim de se vender mais às escolas, bem poderia explicar a mudança verificada. Outrossim, poderia essa variação ser simplesmente devida às vendas muito intensas durante as semanas que antecederam o fim do ano fiscal.

Os índices são ferramentas mecânicas de análise, nunca se devendo empregá-las, isoladamente, como padrões arbitrários de comportamento. Como ajudas para julgamento, podem ser úteis; como substitutos mecânicos para o raciocínio e análise, podem ser mais do que inúteis.

ANEXO

Quadro 8.2 - INSTRUMENTOS CIENTÍFICOS CERCO S.A. E SUBSIDIÁRIAS

Balanco consolidado - 30 de abril de 1960, com as
cifras comparativas de 1959

Em Cr\$.

A T I V O	1960	1959
Valôres correntes:		
À vista	773.206	1.270.806
Títulos do governo, ao custo aproximado do mercado	-	407.477
Contas a receber, menos dedução (1960, Cr\$ Cr\$ 56.500; 1959, Cr\$ 35.000) para devedores duvidosos	3.699.515	1.958.945
Estoques, pelo custo mais baixo (médio) ou do mercado:		
Mercadoria acabada ou de revenda	4.029.140	3.300.921
Estoques em transformação e peças ...	946.858	775.866
Matérias primas e suprimentos	563.920	315.643
Mercadorias em trânsito	237.712	175.320
Imóveis e equipamento, pelo custo:		
Terrenos	71.977	71.977
Prédios	417.901	417.901
Máquinas, equipamentos, móveis de escritório e pertences	1.267.233	1.157.120
Menos a dedução para depreciação	985.028	903.382
Total de imóveis e equipamento, líquido	772.073	743.616
Outros ativos:		
Despesas pagas antecipadamente e débitos diferidos	104.287	114.274
Investimentos e contas a receber de subsidiárias no exterior, não consolidados	250.559	56.383
Excedente do custo do investimento em subsidiárias acima dos ativos tangíveis líquidos adquiridos	616.406	128.604
Outros ativos	19.260	1
Total de outros ativos	990.512	299.262
	12.012.936	9.247.856

(Ver as notas anexas às demonstrações financeiras).

(-Continua)

P A S S I V O	1960	1959
Obrigações correntes:		
Contas a pagar em bancos	500.000	-
Contas a pagar	872.916	488.002
Despesas acumuladas	650.016	499.533
Imposto de renda no país e no exterior	<u>999.456</u>	<u>500.616</u>
Total de obrigações correntes	3.022.388	1.438.151
Débito a longo prazo:		
Títulos a prazo de 15 anos, a 5 1/8%, da Companhia Central, pagáveis em presta- ções anuais de Cr\$ 100.000, 1961 a 1963; Cr\$ 125.000, 1964 a 1968; Cr\$ 175.000, 1969 a 1972 e Cr\$ 425.000, 1973	<u>2.050.000</u>	<u>2.150.000</u>
Não Exigível:		
Ações de capital ao valor par de Cr\$ 1,00, 2.500.000 ações autorizadas; pendentes: 1.033.504 quotas em 1960; 1.013.479 em 1959 em excesso ao valor par (nota 4)	1.033.504	1.013.479
Capital excedente	1.967.428	1.565.482
Lucros retidos (nota 2)	<u>3.939.616</u>	<u>3.080.744</u>
Total	6.940.548	5.559.705
	<u>12.012.936</u> =====	<u>9.247.856</u> =====

A N E X O

Quadro 8.3 - INSTRUMENTOS CIENTÍFICOS CERCO S.A.

Conta Consolidada de Resultados

Exercício findo em 30 de abril de 1960, com cifras comparativas de 1959

	Cr\$	
	1960	1959
Vendas líquidas	21.107.533	15.032.904
Custo das vendas	13.545.966	9.691.891
Lucro bruto	7.561.567	5.341.013
Despesas operacionais	4.958.839	3.753.720
Lucro operacional	2.602.839	1.587.293
Outros débitos, líquido	70.138	53.145
Lucro antes do pagamento do imposto de renda	2.532.701	1.534.148
Imposto de renda no país e no exterior	1.364.000	805.000
Lucro líquido	1.168.701	729.148
Lucros retidos no início do ano	3.080.744	2.654.887
	4.249.445	3.383.035
Dividendos pagos a 30 centavos por ação	309.829	303.291
Lucros retidos no fim do ano	3.939.616	3.080.744
	=====	=====

As despesas de depreciação incluídas na declaração acima: Cr\$ 192.061 para 1960 e Cr\$ 159.908 para 1959.

(Ver as notas anexas relativas às demonstrações financeiras).

Notas relativas às demonstrações financeiras

30 de abril de 1960

- (1) As declarações financeiras consolidadas incluem as contas de todas as subsidiárias operando no país e no exterior.
- (2) O acordo de empréstimo relativo aos títulos a prazo de 15 anos, juros de 5 1/8%, prevê, entre outras coisas, certas restrições quanto ao pagamento de dividendos. Em 30 de abril de 1960 os lucros consolidados retidos no valor aproximado de Cr\$ 2.135.000, estavam livres dessas restrições.
- (3) De acordo com os termos de um plano restrito de opção de compra de ações aprovado pelos acionistas em 1951, opções de compra sobre 2.025 quotas foram exercidas durante o ano ao preço de Cr\$ 12,825 por ação. As opções para a compra de 10.000 quotas ao preço de \$ 21,375 por ação foram asseguradas durante o ano em conexão com a aquisição de uma empresa subsidiária. Em 30 de abril de 1960 restavam 56.975 ações sob opção a preços opcionais de \$ 12,825 e 21,375 a ação, das quais 20.000 podiam entrar em vigor durante o exercício a terminar em 30 de abril de 1961. A 30 de abril de 1960, 15.000 ações estavam reservadas para concessão de futuras opções de acordo com o plano.

- (4) O aumento de Cr\$ 401.946 no capital excedendo o valor par representa o excesso do valor de mercado na data da emissão acima do valor ao par das ações emitidas durante o ano, dos quais Cr\$ 378.000 estavam ligados à aquisição de uma subsidiária.
- (5) As subsidiárias da empresa possuem responsabilidade relativas a arrendamentos de propriedades a longo prazo, expiráveis em 1968, 1976 e 1980, para os quais o total do valor das locações anuais são de aproximadamente Cr\$ 93.000.

Certificado de Auditoria

Palhares, Gianini e Wurtz Ltda.

Rua Visconde de Inhaúma, 115 - 23º andar

Curitiba, Paraná

A Diretoria

Instrumentos Científicos Cerco S.A.

Examinamos o Balanço consolidado da Instrumentos Científicos Cerco S.A. e de suas subsidiárias a 30 de abril de 1960, bem como a Conta de Resultados, para o exercício em questão. Nosso exame foi feito de acordo com os padrões de auditoria geralmente aceitos, e de acordo com os exames dos registros contábeis, e de outros procedimentos de exames de contas julgados por nós necessários no caso presente.

Na nossa opinião, o Balanço consolidado, em anexo, e a Conta de Resultados representam com exatidão a posição financeira da Instrumentos Científicos Cerco S.A. e suas subsidiárias na data de 30 de abril de 1960, e os resultados de suas operações para o exercício encerrado, de conformidade com os princípios de contabilidade geralmente aceitos, aplicados numa base consistente com a do ano precedente.

(ass.) Palhares, Gianini e Wurtz Ltda.

Curitiba, Paraná
9 de junho de 1960

Quadro 8.4 - RELATÓRIO DO PRESIDENTE AOS ACIONISTAS

Em 30 de abril de 1960 aproxima-se o término do primeiro plano quinquenal de reconstrução de nossa companhia e o quinto ano de aumento consecutivo nas vendas e nos lucros. Terminamos o exercício com um aumento superior a 40% em valor e um acréscimo de 60% no nosso lucro após o pagamento dos impostos.

Em 30 de abril de 1960 verificou-se um valor recorde de vendas, para o ano, de Cr\$ 21.107.533 em comparação com Cr\$ 15.032.094 do ano anterior. Os lucros subiram dos Cr\$ 1.534.148 do ano anterior para Cr\$... 2.532.701 antes dos impostos, ou sejam, Cr\$ 1.168.701 após o pagamento dos tributos, em comparação com os Cr\$ 729.143 do ano anterior. O rendimento por ação neste ano foi de Cr\$ 1,13 e no ano passado, de 72 centavos. A percentagem de lucros líquidos em relação às vendas passou para 5,5 enquanto que no ano anterior foi de 4,8, e há cinco anos passados, de 2,8. Nossas atividades educacionais mostraram o maior aumento no decorrer do ano anterior, mas a divisão industrial também revelou um aumento substancial.

Grande parte de nosso crescimento é atribuível aos novos artigos que lançamos no mercado este ano. Como mostra uma outra parte deste Relatório Anual, a Cerco inicia o ano fiscal de 1961 com 35 produtos novos desenvolvidos por nosso departamento de pesquisas ou de nossos filiados.

Quanto ao setor fabril, estamos em constante vigilância para melhorar a produção e empregar o que há de mais avançado nos métodos de operações.

Para tirar vantagem da valorização crescente durante esse período de desenvolvimento, a direção da companhia pretende aumentar os recursos, em futuro próximo, por meio de uma emissão de debêntures conversíveis no valor de Cr\$ 5.000.000.

Foi criada uma divisão de compras que está examinando grande número de situações que se ajustam ao quadro geral. Estamos particularmente atentos para as companhias mais modernas disponíveis. Naturalmente, as nossas aquisições só serão realizadas quando um negócio atrativo puder ser consumado para a sua inclusão na família Cerco.

O dia 2 de junho assinalará a inauguração oficial de nossa nova fábrica em Brundas, no Paraguai. Depois de apenas dois meses de operações, a Cerco Instrumentos Científicos S.A. já está apresentando lucro e é decididamente uma participante ativa na Associação Latino-Americana de Livre Comércio.

Aproveitamos esta oportunidade para expressar novamente a nossa gratidão à nossa gerência e aos nossos leais operários, cujos esforços e apoio estão rapidamente transformando nossos sonhos em realidade.

João Schettini
Presidente da Junta
de Diretores

Alfredo Oliveira Paes
Presidente

CAPITULO 9PREVISÃO DAS NECESSIDADES FUTURAS DE RECURSOS

Virtualmente todos os gerentes financeiros fazem alguma espécie de previsão das futuras necessidades de dinheiro para suas empresas. Ainda assim, em muitas firmas a previsão é tão limitada em seu objetivo, entregue ao acaso, baseada em regras de dúbia confiabilidade, ou em bases de tão curto prazo, que se perdem muitas das vantagens potenciais de um planejamento cuidadoso e organizado das necessidades de recursos. Do ponto de vista prático, a questão principal, ligada ao planejamento de caixa em muitas empresas não é poder ser tentado ou não qualquer planejamento financeiro, e sim até onde os administradores podem ir para formular as suas projeções de fundos de uma maneira organizada, sistemática e cuidadosa.

Uma previsão efetiva das necessidades de fundos, como qualquer forma de planejamento para o futuro, exige esforço mental, cooperação dos executivos não-financeiros, tempo e energia. As vantagens a serem conseguidas devem justificar o esforço dispendido. Na realidade, numa empresa típica, podem ser grandes os benefícios em potencial derivados de uma previsão realística de necessidades financeiras. Os benefícios compreendem o seguinte:

1. Verificação antecipada da viabilidade financeira de vários programas, antes de se tomar providências que, uma vez tomadas, tornem difícil voltar atrás.
2. Facilidade de levantamento de fundos adicionais que se possam tornar necessários.
3. Confiança aumentada na administração da empresa por parte dos que emprestam dinheiro ou de outras fontes de recursos.
4. Provisão de um mecanismo de controle ou de pontos de verificação, de utilidade no caso de desvio de planos anteriormente elaborados.

5. Melhora na utilização dos fundos, principalmente dos saldos de caixa.

A previsão financeira sistemática proporciona os dados necessários para uma revisão, pela alta administração, no que respeita à conveniência dos planos e programas à luz de seu impacto provável nas finanças da empresa. Em muitas firmas, a oferta de fundos disponíveis não é, de forma alguma, ilimitada, e os planos da empresa devem ser moldados de maneira a se ajustarem à sua capacidade financeira. Uma vez que as necessidades implícitas nos programas propostos sejam expostas, os programas que envolvem dispêndios indevidos podem ser cortados ou reformulados antes que se assumam compromissos embaraçosos. Por exemplo, uma empresa manufatureira de porte médio expandiu-se lucrativamente durante anos, sem particulares apertos financeiros que assinalassem a necessidade de um planejamento cuidadoso de caixa. Um tanto impensadamente, a administração da empresa lançou-se à construção de uma nova fábrica e de um edifício de escritórios, a um aumento das vendas ao público e à celebração de um grande contrato de produção com o governo, todos esses programas exigindo, ao mesmo tempo, fortes desembolsos efetivos. Algumas das necessidades de caixa, tais como os grandes gastos resultantes da mudança para a nova localização, bem como a extensão e distribuição no tempo de outras necessidades, não foram calculadas nem previstas pela alta administração. Conseqüentemente, verificou-se um sério deficit de caixa que teve de ser enfrentado através da obtenção apressada e improvisada de empréstimos, sob condições altamente desvantajosas, conseguindo-se evitar por um triz, uma situação profundamente crítica. Usando uma comparação em termos náuticos, um planejamento de caixa cuidadoso teria assinalado os escolhos e bancos de areia financeiros com bastante antecipação, antes que se estabelecesse firmemente o rumo dos negócios. Além disso, mesmo nos casos em que não há grandes programas planejados com dispêndios vultosos, muitas necessidades pequenas e isoladas podem surgir, colocando a direção numa situação de inesperada falta de recursos.

Quando as previsões de caixa indicarem que os programas desejáveis em exame resultarão na necessidade de se levantarem fundos adicionais, isto constituirá um aviso antecipado, que dará tempo à empresa para "fazer uma meia volta", e planejar um esquema de levantamento de fundos. Muitos métodos para levantamento de recursos — a venda de ações ordinárias, por exemplo — exigem normalmente vários meses para serem executados. Faltas imprevistas de recursos, que conduzem a medidas para "enfrentar o desastre", fazem, com frequência, com que a empresa assuma compromissos que subsequentemente se tornam muito difíceis de serem cumpridos.

Além do mais, a discussão e planejamento prévio das necessidades financeiras com os emprestadores ou outras fontes de recursos tendem a inspirar confiança e demonstram que a administração está "por dentro dos seus problemas". Por exemplo, dois jovens que pretendiam criar uma nova empresa apareceram num banco comercial, com vários meses de antecedência, para discutir a possibilidade da obtenção de um empréstimo para sua empresa. Levaram um esboço completo dos seus planos, com uma programação demonstrativa das diferentes necessidades financeiras, de acordo com as várias alternativas de ação. O banqueiro, acostumado a lidar com homens de negócio que só surgem para solicitar empréstimos depois que as necessidades se tornam imediatas e urgentes, ficou muito bem impressionado e ofereceu um vultoso crédito. O banqueiro ficou ainda mais impressionado (os jovens empresários também ficaram surpreendidos, em vista das diversas variáveis envolvidas na questão) quando a previsão financeira para o programa escolhido mostrou ser de uma exatidão quase matemática.

As previsões de caixa podem ser valiosas como um instrumento de controle e como uma ajuda ao planejamento. Uma vez que se tenha chegado a um acordo quanto aos planos e os programas estejam em andamento, os níveis projetados de caixa podem servir como pontos de referência com os quais serão comparados os resultados reais. Os desvios significativos dos níveis esperados servem como sinal de que o programa não está andando como devia, exigindo, portanto, atenção da alta direção e conseqüentes pro-

vidências. Os desvios também podem revelar que os planos eram irrealísticos e que devem ser revisados à luz de acontecimentos imprevistos ou incontroláveis.

Conquanto a previsão de caixa seja especialmente importante para as empresas com recursos financeiros limitados, também pode ser útil às empresas prósperas, por mostrar as oportunidades de emprego mais lucrativo dos fundos líquidos. Por exemplo, em uma companhia muito grande, próspera e com altos índices de liquidez, efetuava-se apenas um ligeiro esboço de planejamento financeiro, antes de uma reorganização administrativa no pós-guerra. A nova diretoria financeira tomou a si a execução de uma ampla gama de atividades de planejamento, inclusive da projeção de caixa. Essa previsão revelou que os saldos em caixa existentes eram desnecessariamente elevados. O investimento subsequente de dinheiro desnecessário em títulos produtores de renda contribuiu flagrantemente com um rendimento que foi mais do que suficiente para cobrir os custos do setor amplificado de planejamento.

Técnicas de Previsão das Necessidades de Fundos

São amplamente empregados dois métodos diferentes de projeção de futuras necessidades de caixa. São eles a previsão do fluxo de caixa e a projeção do balanço. Explicaremos, neste capítulo, a natureza essencial de cada uma dessas maneiras de abordar o problema, e esboçaremos, na ra cada método, os procedimentos básicos para a construção de uma previsão das necessidades de caixa. Cada método será ilustrado pela referência a uma situação simples, embora não se queira sugerir que um modelo único possa ser aplicado mecânicamente a qualquer situação empresarial. Conquanto os pontos essenciais da técnica de previsão sejam de aplicação muito ampla, os detalhes de cada método devem ser adaptados para se ajustarem às diversas necessidades e circunstâncias da empresa em questão. Os problemas ilustrativos relatados devem auxiliar o estudante a compreender como aplicar as técnicas às exigências das situações empresárias especifi

cas. Sugere-se que o estudante lance mão dêste capítulo para formar uma idéia básica de como proceder para efetuar uma projeção das necessidades de caixa e, em seguida, como material de referência ao lidar com casos concretos. Por fim, sugerimos que o estudante reveja êsse capítulo cuidadosamente depois de ter trabalhado efetivamente com casos em que se requer o uso da técnica aqui exposta. Grande parte da discussão aqui esboçada adquirirá maior significado depois que o estudante tenha trabalhado com os problemas específicos dos casos.

A Previsão do Fluxo de Caixa

O método mais básico e completo de se predizer o volume e a ocasião das futuras necessidades de recursos é através do preparo de uma "projeção do fluxo de caixa" ou, como é freqüentemente chamado, um orçamento de caixa. Essencialmente, a projeção de fluxo de caixa consiste numa tabulação dos planos da empresa, em termos do seu impacto sobre as receitas e desembolsos efetivos em períodos futuros. A teoria básica da previsão do fluxo de caixa é simples — ela busca meramente predizer quando e em que quantidade dar-se-ão para a empresa os recebimentos em dinheiro, e quando e em que quantidade deverão ser feitos os pagamentos em dinheiro. Não é simplificação demasiada considerar a previsão de caixa como uma projeção cronometrada dos aumentos e subtrações a serem feitas na conta bancária da empresa.

Na previsão de caixa são incluídos todos os recebimentos em dinheiro previstos, a despeito de representarem ou não uma renda no sentido contábil. Assim, juntamente com o recebimento em dinheiro das vendas e contas a receber originadas das vendas, inclui-se os recebimentos em dinheiro de fontes tais como a venda de títulos ou a venda de ativos fixos. Da mesma forma, a tabulação dos pagamentos deve incluir, juntamente com os pagamentos de rotina das contas a pagar, ordenados, salários, alugéis, etc.; quaisquer pagamentos planejados de impostos, dividendos, amortização de empréstimos, ou gastos em equipamentos ou edifícios. Não deve

incluir itens de despesa que não representem desembolso de dinheiro, tais como as reservas para depreciação e para devedores duvidosos.

Geralmente, o planejador financeiro está interessado em revelar não só as saídas e as entradas totais durante um período prolongado, como um ano, por exemplo, como também a cronometragem dos fluxos de caixa durante esse período. Na maioria dos orçamentos de caixa, os recebimentos e os pagamentos são discriminados em fluxos mensais. Se forem previstas entradas e saídas irregulares dentro dos intervalos mensais, pode ser necessário desdobrar a previsão em períodos semanais, ou até diários, caso as necessidades máximas devam ser trazidas a lume.

Algumas empresas variam o período de desdobramento da previsão do fluxo de caixa conforme o ponto até onde se projete a previsão no futuro. Uma empresa, por exemplo, tem um programa de previsão do fluxo de caixa que se estende a cinco anos no futuro. As estimativas para o mês seguinte são desdobradas em dias; para os onze meses seguintes, o desdobramento é em meses; para os doze meses seguintes é por trimestres, e para os três anos subsequentes é feito somente em períodos anuais. Esse esquema baseia-se em dois argumentos, sendo o primeiro de que informações altamente detalhadas quanto à cronometragem só são necessárias para períodos futuros de curta duração. O segundo é que a precisão das estimativas durem acentuadamente à medida que as previsões avançam no futuro e, consequentemente, que as previsões longíquas são por demais incertas para justificar algo mais do que o planejamento geral para as necessidades por elas sugeridas.

Descrevemos a previsão do fluxo de caixa como uma tabulação dos planos da empresa em termos de efeito desses planos na conta de caixa. Como tal, os resultados da previsão desse fluxo revelar-se-ão tão precisos quanto o plano em que essa previsão se baseia. Como vimos em capítulos anteriores, praticamente todas as atividades importantes da firma afetam o seu fluxo de recursos. Assim, para a eficiência completa de seu tra

balho, o técnico que faz a previsão do fluxo de caixa necessita de dados completos e precisos sobre os tipos de operações que provavelmente serão realizados pela empresa.

A tarefa de reunir os dados fundamentais para a previsão do fluxo de caixa torna-se muito mais fácil se a firma operar com um orçamento de lucro. Quando isso sucede, estabelece-se os objetivos de lucro para a empresa, e as operações são planejadas para conduzirem aos resultados desejados. A receita e a despesa são previstas com detalhes e, se necessário, os planos são alterados de modo a produzir os resultados finais visados. Algumas firmas que empregam o orçamento de lucros usam os orçamentos exclusivamente como instrumento de planejamento, não fazendo esforços para utilizar as estimativas como um instrumento de controle contínuo no sentido de forçar as operações reais a se ajustarem aos planos. Muitas outras vão além, e tentam controlar as operações de forma tal que as metas de lucro sejam realmente atingidas. Onde o orçamento é usado tanto como um instrumento de controle quanto como de planejamento, faz-se habitualmente uma previsão para que sejam revistas as metas originais, caso fatores imprevistos ou incontroláveis as tornem inadequadas.

Quando as operações de empresa estão intimamente ligadas a planos cuidadosos, e os pressupostos do planejamento são revistos para refletirem as alterações nas perspectivas, é possível ao analista financeiro elaborar fluxos de caixa que muito provavelmente se revelarão mais precisos e dignos de confiança do que seria possível em outras firmas que usam apenas os orçamentos para planejamento ou que não tentam nenhum planejamento formal, simplesmente "tocam de ouvido".

Onde existem orçamentos de lucro, os mesmos fornecem grande parte das informações básicas necessárias ao preparo de um orçamento de caixa. A tarefa de projetar os fluxos de caixa torna-se um simples trabalho de traduzir esses planos, inicialmente apresentados em termos de receita e despesa contábeis, em termos de fluxo de caixa, como descrevere -

mos posteriormente neste capítulo. Na realidade, embora a utilização do orçamento de lucros esteja crescendo, muitas empresas ainda não têm um programa desse tipo cuidadosamente organizado. Entretanto, o planejamento de fluxo de caixa, embora, nesse caso, seja efetuado em bases menos sólidas, ainda lhes pode ser de grande utilidade. Sob tais circunstâncias, que informações deve reunir o analista financeiro, e como poderá ele organizá-las numa projeção do fluxo de caixa?

Provavelmente a estimativa mais crítica na previsão do fluxo de caixa é a da previsão das vendas. Geralmente, as vendas representam a fonte primária da receita em dinheiro. Além disso, as operações de empresa que exigem dispêndios em dinheiro são tipicamente ligadas ao volume de vendas previsto. Particularmente ligadas às vendas de maneira muito íntima temos as compras de matérias primas e os dispêndios diretamente relacionados com a produção. Ao compilar os dados de previsão das vendas, o analista financeiro geralmente precisa muito da cooperação ativa do departamento de vendas. Em uma situação ideal, esse departamento deve fornecer uma previsão de vendas em termos de unidades físicas e em valor, o que deve ser conferido e aprovado pela alta administração.

Suponhamos, para fins de ilustração, que o analista financeiro da Alva S.A. está preparando uma previsão de caixa para os próximos 6 meses, a iniciar-se em janeiro, devendo ser desdobrada em períodos mensais. Colocando-nos no seu lugar, suponhamos que a melhor estimativa de vendas que se possa fazer exija um volume de vendas no valor de NCr\$200.000 por mês nos primeiros três meses, NCr\$ 250.000 por mês em abril e maio, e NCr\$ 300.000 em junho. Espera-se que 10% das vendas sejam a dinheiro, e o restante a prazo. Com base na experiência anterior da empresa, calculamos que os recebimentos das vendas sejam feitos aproximadamente um mês após as mesmas. Estima-se, ainda, que as contas a receber pendentes em 31 de dezembro atinjam a NCr\$ 185.000 e que serão recebidas em janeiro. Não se esperam dívidas incobráveis. A previsão de vendas pode, agora ser convertida num programa de recebimentos em dinheiro derivados das vendas, conforme se segue:

onde serão obtidos os produtos necessários à venda e à estocagem. Os programas de produção indicam as épocas e o volume de mão de obra, matérias primas e equipamento adicional necessários. Com base nas necessidades de materiais estabelecidas pelos programas de produção, pode-se esperar que o departamento de compras prepare um programa de aquisição das matérias primas e equipamentos. Uma etapa muito importante na construção de previsões de pagamentos é a conversão dos programas de compras, empregando os pressupostos adequados quanto às condições de vendas oferecidas pelos fornecedores, em um programa antecipado de pagamentos de contas a pagar provenientes dessas aquisições. Quaisquer compras a dinheiro geralmente são melhor relacionadas num programa separado.

Suponhamos que o programa de compras organizado para a Alva S.A. exija uma aquisição de materiais no valor de NCr\$ 70.000 em cada um dos primeiros três meses e de NCr\$ 90.000 por mês daí em diante. Tudo deve ser comprado sob condições de pagamento em 30 dias, sendo as contas a pagar saldadas pontualmente na data do vencimento. A companhia também está planejando comprar dois importantes itens de equipamento, ao custo de NCr\$... 200.000 cada um, sendo que o primeiro será entregue em janeiro e o segundo em junho. Para êsses artigos espera-se que sejam concedidas condições de prazo de 60 dias após a entrega. Além disso, espera-se que se façam as reposições rotineiras de pequenos itens de equipamento no valor de NCr\$ 5.000 por mês, também comprados a prazos de 60 dias. Estão ainda planejadas compras diversas no valor de NCr\$ 1.000 por mês. As contas a pagar pendentes, juntamente com despesas diversas acumuladas são calculadas em NCr\$ 110.000 a 31 de dezembro, tôdas a se vencerem em janeiro.

De posse dêsses dados, podemos listar as compras planejadas e, por meio dêsse programa, preparar um esquema de pagamento de despesas, expresso em novos cruzeiros:

	Jan.	Fev.	Março	Abril	Maió	Junho	Total
COMPRAS PLANEJADAS							
Compras à vista	1	1	1	1	1	1	6
Materiais de produção	70	70	70	90	90	90	480
Equipamento de reposição	5	5	5	5	5	5	30
Equipamento especial	200	-	-	-	-	200	400
PAGAMENTOS DAS COMPRAS							
Contas a pagar pendentes em 31 de dezembro	110	-	-	-	-	-	110
Compras à vista	1	1	1	1	1	1	6
Materiais de produção	-	70	70	70	90	90	390
Equipamento de reposição	-	-	5	5	5	5	20
Equipamento especial	-	-	200	-	-	-	200
T o t a l	111	71	276	76	96	96	726

Os custos do pagamento do pessoal estabelecidos pelo programa de produção são, então, tabulados e transformados em um programa sumário de desembolsos nas épocas em que se calcula que venham a ser pagos. Geralmente, os salários são pagos mensalmente, de modo que os pagamentos praticamente coincidem com a incidência dessas despesas. No nosso exemplo, os pagamentos dos salários, no valor de NCr\$ 50.000, foram programados para cada um dos seis meses. Outros custos de fabricação, tais como luz e força, foram estimados como exigindo pagamentos de NCr\$ 10.000 por mês.

Despesas gerais e administrativas, tais como aluguéis, ordenados gastos com viagens e imposto predial devem ser tabulados a seguir, e incluídos no programa sumário de pagamentos no mês em que serão pagos. O total dessas despesas é estimado para ser feito em pagamentos de NCr\$ 25.000 por mês.

Os pagamentos do imposto de renda, amortização de empréstimos existentes, dividendos e outros itens importantes, não-rotineiros, são geralmente relacionados em separado nos esquemas sumários de pagamento. Os únicos desses pagamentos previstos na Alva S.A. são os do imposto de renda, no valor de NCr\$ 20.000 em março e em junho, e um pagamento de NCr\$... 40.000 de dividendos, em janeiro.

Tendo nos convencido de que não nos escapou nenhum pagamento em perspectiva, podemos agora reunir os pagamentos previstos num esquema sumário de pagamentos, expresse em novos cruzeiros:

ESQUEMA SUMARIO DE PAGAMENTOS EM DINHEIRO

	Jan.	Fev.	Março	Abril	Maió	Junho	Total
Pagamentos das compras	111	71	276	76	96	96	726
Salários pagos	50	50	50	50	50	50	300
Outros pagamentos de despesas de fabricação	10	10	10	10	10	10	60
Pagamentos de despesas gerais e administrativas	25	25	25	25	25	25	150
Pagamentos de imposto de renda	-	-	20	-	-	20	40
Pagamentos de dividendos	40	-	-	-	-	-	40
Pagamentos totais	236	156	381	161	181	201	1.316

Reunamos, agora, os sumários de pagamentos e recebimentos e calculemos as saídas e entradas líquidas de caixa, para cada mês, subtraindo os pagamentos totais do total de recebimentos previstos. Deve ser feito, a seguir, um cálculo do fluxo de caixa acumulado. Quando comparado com o saldo de caixa no início do período, é possível então calcular o numerário adicional necessário (ou dinheiro em excesso acima das necessidades mínimas) a fim de se manter o saldo mínimo de caixa desejado. No nosso exemplo, suponhamos que o dinheiro em caixa importasse em NCr\$ 65.000 a 31 de dezembro, e suponhamos, ainda, após considerar todos os aspectos concernentes ao caso (tais como os discutidos no capítulo 5), que a administração resolveu que seria desejável manter um saldo em caixa não inferior a NCr\$ 50.000:

ESQUEMA SUMARIO DO FLUXO DE CAIXA
(NCr\$)

	Jan.	Fev.	Março	Abril	Maió	Junho	Total
Receita total	205	200	200	245	250	285	1.385
Pagamentos totais	236	156	381	161	181	201	1.316
Entradas ou saídas () líquidas	(31)	44	(181)	84	69	84	69
Entradas ou saídas () acumuladas	(31)	13	(168)	(84)	(15)	69	69

	Jan.	Fev.	Março	Abril	Maió	Junho	Total
Encaixe no início do período	65						
Encaixe mínimo	50						
Encaixe acima das necessidades mínimas ou falta em caixa () no fim do mês	(16)	28	(153)	(69)	0	84	84

Podemos ver que é de se esperar uma substancial escassez de dinheiro em março, mas que as operações da empresa devem produzir um fluxo de caixa líquido suficiente em abril e maio, de modo que a necessidade de fundos extras deverá durar pouco mais de dois meses. Uma análise breve dos dados revela que a escassez é atribuível primariamente ao pagamento, em março, dos RCr\$ 200.000 do item de equipamento programado para ser adquirido em janeiro, e a ser pago naquele mês. Confrontado com a evidência da futura escassez de dinheiro, a administração pode planejar o financiamento das necessidades através de empréstimos ou de outros métodos. Como alternativa, poderá reconsiderar seus planos, talvez adiando a compra de equipamentos para março ou abril, a fim de reduzir a necessidade de recursos financeiros durante esse período de seis meses.

Deveríamos ressaltar, ainda, que não estão incluídas na previsão monetária as despesas que não exigem, por sua natureza, um dispêndio em dinheiro. Assim, não incluímos, entre os pagamentos relacionados no nosso exemplo, um importante item de despesa para as empresas, que é a depreciação.

Por outro lado, muito a propósito, incluímos os pagamentos de equipamento comprado (exceto para a segunda compra; pois esse pagamento não se vence senão em julho) e dos dividendos, embora esses não sejam considerados como despesas.

Nosso exemplo de previsão de fluxo de caixa baseou-se num único conjunto de planos para as empresas. Quando são considerados planos alternativos de operações, freqüentemente mostra-se conveniente preparar

orçamentos de caixa baseados em cada plano alternativo, o que permite ao analista financeiro determinar o impacto monetário de cada plano e auxiliar a alta administração a decidir qual a melhor alternativa, à luz dessas informações.

A Natureza Essencial do Método da Projeção do Balanço

O método da projeção do balanço, ou "Balanço Pro Forma" de previsão das necessidades de fundos, consiste na projeção dos itens mais importantes do balanço para determinada data ou datas no futuro. São quatro as etapas principais a seguir na organização de uma projeção do balanço. A primeira envolve a previsão do investimento líquido necessário em cada um dos ativos, a fim de se efetuarem as operações ao nível planejado, na data relevante ou digamos, uma data fixada com 6 meses de antecedência. Em seguida, são relacionadas as obrigações com que se pode contar sem necessidade de negociações especiais. Em terceiro, é calculado o patrimônio líquido naquela data. Compara-se, então, o total dos valores projetados com as fontes totais de recursos financeiros — débitos e patrimônio líquido... Se o total dos ativos necessários excede o total esperado de obrigações e patrimônio líquido, a diferença representa as fontes adicionais que devem ser negociadas caso se deseje que as operações e o incremento do ativo atinjam os níveis programados. Por outro lado, se as fontes excedem os ativos necessários, o excesso indicará presumivelmente excesso de caixa acima do nível mínimo desejado.

Em outras palavras, ao usar o método do balanço, o previsor raciocina essencialmente como se segue: para realizar os nossos planos é necessário um determinado investimento em ativos. Por outro lado podemos contar com certas fontes espontâneas de crédito, tais como, capital social da empresa, que pode ser projetado para data futura. Se as fontes que forem assinaladas não chegarem a satisfazer o investimento desejado nos diferentes tipos de ativo, torna-se clara a quantia necessária de ampliação das fontes ou de redução do investimento. Se as fontes espera-

das cobrirem com sobra o investimento necessário em ativos, obtem-se, dessa forma o montante de fundos acima das necessidades mínimas operacionais, ou ainda de recursos disponíveis para uso acima das necessidades estimadas no planejamento original.

Principais Etapas no Preparo da Projeção do Balanço

Com essa explicação geral do método em mente, observemos mais de perto cada uma das etapas chaves no preparo da previsão de um balanço. Suponhamos que a firma em questão tenha preparado estimativas de vendas razoavelmente definidas até a data do balanço projetado, e que, à luz das expectativas de vendas, tenham sido organizadas com certo detalhe os esquemas de produção e de encomendas. Suponhamos, também, que tenha sido feito o orçamento dos lucros para o período.

O primeiro item a ser calculado é o investimento previsto em "Contas a receber" na data do balanço. Como vimos, um fator determinante de grande importância no montante do investimento em contas a receber é o volume das vendas. De acordo com os registros anteriores de vendas e contas a receber, quem faz a previsão pode determinar qual a relação do item "Contas a receber" com o volume de vendas no passado. A proporção sugerida pela experiência passada deve ser ajustada à luz de quaisquer alterações previstas nas condições do crédito, na liberalidade com que serão concedidos os créditos, ou em quaisquer outros fatores que possam afetar o equilíbrio do saldo das Contas a receber. O índice ajustado pode então ser aplicado à projeção de vendas imediatamente anteriores à data prevista.

As necessidades de estoques podem também ser projetadas à base das relações "normais" entre estoques e vendas do passado. Como alternativa, se os planos de compra, de produção e de vendas foram elaborados em detalhe, o valor do estoque que estará disponível na data prevista pode ser determinado diretamente através do seguinte método: estoque inicial

mais compras mais valor agregado na produção menos o custo das mercadorias vendidas é igual ao valor dos estoques remanescentes disponíveis. Todos os valores dos estoques devem ser em termos de preços de custo ao invés de preços de venda.

Em seguida deve ser previsto o investimento em ativo fixo. Somam-se as compras planejadas de equipamento e outros itens ao atual ativo imobilizado, e subtrai-se a depreciação planejada, a fim de se chegar à estimativa do investimento líquido em ativo fixo na data prevista.

Levando em conta as considerações discutidas no capítulo 5, é determinado em seguida o saldo mínimo de caixa que a firma queira manter.

Passando no balanço para o lado do passivo deve ser calculado a seguir o nível de contas a pagar na data prevista. Baseado no esquema de compras planejadas, na previsão das condições de compra, e na política da firma em saldar nos devidos prazos as contas a pagar, as compras que se preve que não serão pagas até a data prevista podem ser tabuladas e lançadas no balanço como "Contas a pagar".

Os salários acumulados e outras despesas acumuladas também podem ser calculados com referência ao programa de produção, levado em conta a defasagem entre a ocorrência do débito por salários e outros itens de despesa e o efetivo pagamento exigido das mesmas. O montante acumulado do imposto de renda pode ser estimado diretamente se forem conhecidos os lucros prováveis e o imposto de renda devido. Somam-se ao saldo pendente do imposto de renda os impostos acumulados sobre a renda a ser auferida antes dos dados da previsão. Os pagamentos programados dos impostos são então deduzidos para se chegar ao montante de impostos acumulados e que estarão pendentes na data da previsão.

Em seguida, o patrimônio líquido existente deve ser ajustado às vendas planejadas das mercadorias, às retiradas do estoque ou outras alterações semelhantes em perspectiva. Além disso, deve ser computada aos rendimentos da empresa a previsão dos lucros não distribuídos (lucro lí-

quido após o pagamento dos impostos menos os pagamentos planejados de dividendos). A previsão de lucros baseia-se habitualmente numa projeção da Conta de Lucros e Perdas.

Suponhamos que, quando todos os ativos previstos e todo o passivo e o patrimônio líquido estiverem somados, os totais acusem NCr\$1,2 milhões para o ativo e NCr\$ 1,05 milhões para o passivo e patrimônio líquido. De alguma forma, devem ser obtidos NCr\$ 150.000 adicionais, dos proprietários ou dos credores para que se consiga o nível de NCr\$ 1,2 milhões para o ativo. Assim, o valor do deficit, quando o ativo planejado exceder o passivo e o patrimônio líquido previstos, representa os fundos adicionais necessários para permitir o investimento planejado em ativos — ou então o montante pelo qual deve ser reduzido o investimento em ativos, a fim de que se torne proporcional às fontes disponíveis de recursos.

Por outro lado, se as fontes excederem os ativos necessários, o excesso acumular-se-á presumivelmente como dinheiro em caixa acima do mínimo necessário.

Devemos salientar que o método da projeção do balanço retrata as necessidades de fundos somente à época específica para a qual é feita a projeção, não revelando as diferentes necessidades no período intermediário. No caso de empresas cujas necessidades flutuem abruptamente de mês para mês, ou sazonalmente, a previsão das necessidades de recursos, que se baseiem apenas na construção de um balanço referente a uma única data no futuro, poderá ser altamente enganadora. As necessidades máximas durante um período futuro só serão reveladas se as datas para a projeção do balanço forem selecionadas cuidadosamente de modo a representarem a situação nas épocas de maior tensão — isto é, datas em que as combinações de pesados compromissos do ativo e valores abaixo do normal para o passivo e para o patrimônio líquido sejam da maior gravidade.

Alguns previsores, usando o método da projeção do balanço, tentam resolver o problema das flutuações intermediárias, estabelecendo o en

caixa mínimo desejado em um nível suficientemente elevado, que seja suficiente para atender à pressão máxima de necessidades, de curto prazo, dentro dos períodos da previsão. Como já foi dito antes, êsse pode ser um método custoso para se enfrentar as necessidades agudas e temporárias de recursos.

Nosso esboço de procedimentos, de utilidade no preparo da projeção de um balanço, baseia-se no pressuposto de que existam planos detalhados na empresa, e que êles sejam do conhecimento de quem faz a previsão - informações que permitam o preparo de uma previsão bastante desenvolvida do fluxo de caixa, mostrando as necessidades intermédias bem como aquelas à época para a qual se projetou o balanço. Um dos atrativos, porém, dêsse método é que êle pode ser usado para se fazerem previsões que, embora grosseiras, são muito úteis em situações em que não existam planos futuros detalhados da espécie necessária à formulação do orçamento de caixa.

Consideremos, por exemplo, o problema seguinte, a Companhia Brasil está cogitando executar um plano de expansão de vendas. Os proprietários da empresa prontificaram-se a adiantar quaisquer recursos adicionais necessários ao financiamento da expansão, mas perguntam se poderão esperar o retorno dêsses adiantamentos adicionais dentro de um ano. Conseqüentemente, surgiu a seguinte pergunta: "Se duplicarmos as vendas no próximo ano, quais serão as nossas necessidades de recursos adicionais ao final de um ano?"

Vejamos se podemos responder à indagação por meio de uma projeção do balanço para dar a um ano. O balanço atual é o seguinte, em NCr\$:

Caixa e Bancos	50.000	Contas a pagar	120.000
Contas a receber	120.000	Despesas acumuladas	60.000
Estoques	240.000	Imposto de renda acumulado	30.000
Ativo imobilizado líquido	400.000	Patrimônio líquido	600.000
Ativo total	<u>810.000</u>	Passivo total	<u>810.000</u>

No ano passado, as vendas alcançaram a NCr\$ 1,2 milhões e os lucros foram de NCr\$ 120.000 antes do pagamento de impostos. O imposto de

renda foi à razão de 50%. A produção e as vendas mantiveram-se num ritmo relativamente uniforme, esperando-se também que as vendas num ritmo duplicado se mantenham uniformes no ano entrante. No passado, as contas a receber e os estoques conservaram aproximadamente a mesma relação com as vendas, conforme se verifica atualmente. Esperam-se, para o novo volume de 2,4 milhões, lucros de 12% antes de pagos os impostos, e de 6% após o seu pagamento. Não se planejaram dividendos. As instalações produtivas da Companhia Brasil são apropriadas para o maior volume de produção e o novo equipamento a ser adquirido quase que igualará a depreciação a ser lançada durante o ano. Uma vez que não existem ainda planos detalhados, com exceção dos planos de vendas, teremos de lançar mão liberalmente das relações entre os vários ativos e vendas do passado como orientação para a estimativa do investimento necessário nesses ativos, ao volume duplicado de vendas.

Passando primeiramente para a estimativa das contas a receber, observamos que a cifra atual de NCr\$ 120.000 representa 10% das vendas anuais, sobre o valor de NCr\$ 1,2 milhões. Na falta de indicações de que essa relação não continuará a volumes mais elevados de vendas, podemos estimar as contas a receber em NCr\$ 240.000 sobre as vendas de NCr\$ 2,4 milhões.

De maneira similar, as cifras de estoques sugerem uma duplicação dos estoques atuais para NCr\$ 480.000. Uma vez que se espera que as novas aquisições de ativo imobilizado igualem a depreciação a ser debitada, podemos conservar o valor de NCr\$ 400.000 como nosso investimento líquido no ativo fixo.

Suponhamos, agora, depois de considerarmos todos os aspectos do problema, que ficou decidido, um tanto arbitrariamente, que NCr\$... 75.000 proporcionarão um nível mínimo adequado de dinheiro para as operações ampliadas.

As contas a pagar flutuaram, no passado, com o volume das compras, que, por sua vez, variou com o das vendas. Do mesmo modo, as des-

pesas acumuladas apresentaram uma tendência para variar com o nível da produção que, por sua vez, também variou com as vendas. Em consequência, podemos prognosticar, com alguma confiança, a duplicação desses itens desde que as vendas sejam dobradas.

O item do imposto de renda acumulado, no atual balanço, é a metade do imposto de renda do ano passado. Uma vez que a incidência do imposto de renda de 50% provavelmente permanecerá constante, o imposto sobre os lucros de NCr\$ 288.000 (12% das vendas de NCr\$ 2,4 milhões) deverão alcançar a NCr\$ 144.000. Se imaginarmos que o esquema dos pagamentos necessários permanecerá o mesmo, poderemos esperar então que metade dos impostos no valor de NCr\$ 144.000, ou sejam NCr\$ 72.000, permanecerão pendentes como impostos acumulados para o ano seguinte.

O patrimônio líquido deve aumentar em uma quantidade igual aos lucros após o pagamento dos impostos ou seja, de NCr\$ 144.000, para um total projetado de NCr\$ 744.000. Reunindo essas estimativas, obteremos o seguinte balanço projetado, em NCr\$:

Caixa e bancos	75.000	Contas a pagar	240.000
Contas a receber	240.000	Passivo acumulado	120.000
Estoques	480.000	Imposto de renda acumulado	72.000
Ativo fixo líquido	400.000	Valor Patrimônio líquido	744.000
	<u>1.195.000</u>		<u>1.176.000</u>
	Posição desejada do ativo	1.195.000	
	Previsão do Passivo e do patrimônio líquido	<u>1.176.000</u>	
	Recursos adicionais necessários	19.000	

Observamos, assim, que baseado nos pressupostos que serviram para construir o balanço acima, que serão necessários recursos adicionais de NCr\$ 19.000 daí a um ano, para apoiar as operações num nível de vendas de NCr\$ 2,4 milhões. Muito embora, como é verdade em qualquer previsão, a estimativa seja apenas tão digna de confiança quanto às suposições em que se baseia essa estimativa, proporciona uma resposta aproximada à pergunta dos proprietários que solicitaram essa previsão. Pode-se assegurar aos mesmos que se as operações se processarem como se espera, precisarão man-

ter apenas Cr\$ 19.000 em investimento adicional na empresa por mais um ano.

Refletindo-se bem, torna-se aparente que o balanço não representa o volume máximo de recursos de que os proprietários precisarão adiantar durante o ano vindouro, para que as vendas cresçam ao nível de Cr\$2,4 milhões anuais de imediato. As contas a receber e os estoques presumivelmente duplicarão quase que de imediato, acompanhando a duplicação das vendas. Conquanto também se possa esperar que as contas a pagar e as despesas acumuladas cresçam rapidamente, o imposto de renda acumulado e, o que é mais importante, a conta "patrimônio líquido" somente aumentará gradualmente, através dos lucros não distribuídos, relativos aos totais do ano entrante. Assim, a necessidade de fundos adicionais deve atingir a uma cifra máxima logo depois de se alcançar o volume mais alto de vendas. Nosso balanço projetado para um ano à frente, embora forneça uma resposta à pergunta específica proposta, decididamente não mostra a quantidade máxima de dinheiro que os proprietários terão de adiantar à companhia nos meses intermediários. Será necessária uma posterior projeção do balanço à data prevista de maiores necessidades, ou então uma previsão do fluxo de caixa mensal a fim de ser estabelecido o valor dessa importância.

Falamos, até agora, do método da projeção do balanço primariamente como uma alternativa ao método da previsão do fluxo de caixa. Na realidade, quando é feita esta última, torna-se uma questão relativamente simples completarem-se os dados previstos também pelo preparo da estimativa do balanço. Se forem usadas suposições consistentes nos dois métodos, as projeções do fluxo de caixa e do balanço devem fornecer estimativas idênticas de necessidades de caixa nas datas correspondentes.

Alguns Problemas Básicos na Previsão Efetiva de Numerário

A nossa discussão anterior sugere uma importante limitação prática à previsão eficiente das necessidades de recursos, e muito especialmente à projeção do fluxo de caixa. Referimo-nos ao fato de que virtual-

mente tôdas as operações da empresa afetam a sua necessidade de dinheiro; por conseguinte, são precisos planos extensos e detalhados a fim de se poder prever, com precisão, essas necessidades. A maioria dêsses dados abrange áreas operacionais fora da responsabilidade direta do analista financeiro. Geralmente, não é difícil ao analista financeiro conseguir que seus colegas concordem, em teoria, que o planejamento cuidadoso é importante e desejável. Com freqüência, porém, é mais difícil conseguir que o pessoal de outros departamentos dedique tempo e esforço para a tarefa evidentemente menos urgente de planejar para o futuro quando os problemas quotidianos clamam pela sua atenção. A menos que a alta direção da empresa aprecie o valor de uma boa previsão, e insista para que se dê a devida atenção ao planejamento em tôda a organização, a obtenção dos dados necessários que servirão de base para as suas previsões de caixa deverá ser provavelmente um problema continuado para o analista financeiro.

Mesmo que a alta direção avalie a necessidade de planejamento cuidadoso, e se organize para fazer um bom trabalho, o previsor sensato sabe que, por melhor que execute a sua tarefa, não deverá esperar que os seus prognósticos saiam rigorosamente exatos. Muitas empresas operam numa atmosfera de mudanças, e os prognósticos para um futuro, incerto por sua própria natureza, são, obrigatoriamente, sujeitos a erros. Naturalmente, o grau de previsibilidade do futuro varia entre as empresas. Algumas são altamente vulneráveis às flutuações bruscas nas vendas, ou a interrupções de seus planos, em virtude de acontecimentos tais como, greves ou falha de algum equipamento de primordial importância. Por exemplo, as firmas cujas vendas dependem diretamente das variações atmosféricas encontram dificuldades na previsão de caixa. Os fabricantes de fertilizantes, vendidos em zonas em que o seu uso por parte dos fazendeiros é fortemente influenciado pelas chuvas sazonais, enfrentam problemas de previsão inerentemente muito maiores do que as firmas cujas vendas se fazem contra encomendas que dão entrada com grande antecedência à produção.

No entanto, mesmo nas firmas em que o futuro é difícil de se

prever, a escolha não é entre planejar ou não planejar. Mais do que isso, a escolha é quanto ao grau a que se julgue estar a difícil tarefa de planejamento completa e organizada. E há muito o que pode fazer a firma, cujas futuras operações são essencialmente difíceis, no sentido de planejar a sua previsão de maneira tão útil quanto possível, e de reduzir os problemas da administração de "ficar por fora" das finanças da empresa.

Em primeiro lugar, numa situação altamente variável, é particularmente importante que a direção reconheça as prováveis margens de erro inerentes de suas previsões. Dessa forma, a direção pode, pelo menos, evitar os perigos envolvidos em atribuir falsas implicações de precisão aos dados da previsão, baseada em pressupostos intrinsecamente frágeis.

Em segundo, nas situações em que podem ser razoavelmente feitas diferentes suposições quanto às principais variáveis, pode ser útil preparar vários prognósticos diferentes, empregando cada um pressupostos básicos diferentes quanto à variável-chave. Isso, com efeito, permite ao gerente financeiro determinar: "Se isso acontecer, então será este o efeito sobre o encaixe ..., etc." Por exemplo, um previsor da firma de fertilizantes já mencionada, poderia preparar várias projeções usando as estimativas de vendas baseadas em chuvas pesadas, normais ou esparsas, e estar, assim, precavido quanto às implicações financeiras de cada caso. De acordo com a mesma linha de idéias, algumas empresas acham conveniente organizar previsões sob combinações de pressupostos que retratariam as necessidades máximas e mínimas, bem como as mais prováveis, para o período futuro.

Em terceiro lugar, a revisão freqüente das projeções referentes aos acontecimentos futuros ajudam a manter as empresas alertas às variações conjunturais e a proporcionar, na medida do possível, um aviso prévio com relação às mudanças que se verifiquem na necessidade de recursos. Nas firmas muito dinâmicas, as previsões devem ser ajustadas quase que continuamente, para que possam ser úteis no planejamento financeiro detalhado.

Em quarto lugar, a organização da firma e a maneira pela qual as suas finanças são conduzidas podem ser moldadas para se ajustarem ao grau de variabilidade de suas necessidades futuras. Por exemplo, a empresa sujeita a saídas de caixa súbitas e difíceis de serem previstas, pode muito bem ter maior saldo em caixa do que seria necessário a uma firma cujas necessidades futuras fôssem sujeitas a uma previsão com maior grau de precisão.

Além disso, a experiência com a previsão, na firma, deve levar à criação de métodos aperfeiçoados, tanto no preparo das projeções como na sua interpretação, o que reduziria a um mínimo as margens inerentes de erro. O processo empírico de aprendizagem, à custa de tentativas e erros, deve ter o seu lugar na técnica de previsão.

Quando as projeções de necessidades de caixa são preparadas para serem usadas pela alta direção, ou para pessoas estranhas à firma, tais como, funcionários da carteira de empréstimos dos bancos, o previsor deve incluir, nos dados da projeção, uma explicação cuidadosa dos pressupostos básicos em que se baseou a sua previsão. Isso dá à pessoa que vai examinar o documento, uma melhor base para compreender as cifras, e uma oportunidade para formar seus próprios juízos quanto à validade dos pressupostos chaves. Além disso, as subsequentes revisões das projeções, baseadas em pressupostos diferentes, podem ser mais prontamente compreendidas e avaliadas.

Previsão Financeira de Longo Prazo

As empresas que necessitam de planejamento de longo prazo para a expansão do ativo imobilizado, preparam, habitualmente, projeções de caixa sumárias, que se estendem a um futuro distante. As companhias de energia elétrica, por exemplo, planejam comumente os seus programas de expansão de capital para cinco, dez e até mesmo quinze anos anteriormente ao início do programa de expansão. As tabulações das despesas exigidas para essa expansão são conhecidas como orçamentos de capital ou de investi

mento. O apoio teórico dessa forma especial de previsão é muito semelhante ao das previsões de caixa que são, geralmente, para períodos menores, e com muito mais detalhes. No entanto, ao prever necessidades para longos períodos no futuro, a maioria dos previsores focaliza a sua atenção em poucos pontos-chaves, e confia nos índices, e em outros métodos aproximados para avaliar os itens secundários. Assim, uma empresa de eletricidade pode concentrar-se na estimativa de volumes de vendas e de necessidades de equipamentos para as instalações, confiando nos índices normais de "contas a receber/vendas" como base para cálculo das necessidades relativas às contas a receber nos níveis previstos de vendas. Dedicaremos mais atenção a esse assunto em capítulos posteriores.